

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة المدية
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير
تخصص: مالية ومحاسبة

العنوان:

أثر الإفصاح المحاسبي على ترشيد القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية
- دراسة تطبيقية على بورصة دبي-

من إعداد الطالب:
ديلمي ناصر الدين

تحت إشراف الأستاذ:
د. حميدوش علي

لجنة المناقشة:

د. يرقي حسين ....رئيسا
د. حميدوش علي ....مقررا
د. رميدي عبد الوهاب ....عضوا
د. بوشنافة الصادق ....عضوا

السنة الدراسية:

التـشكـرات

الحمد لله الذي أعاننا على انجاز هذا العمل.
أتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ الدكتور المشرف **" حميدوش علي "** على كل المساعدات التي قدمها لي سواء من ناحية التوجيهات أو الأفكار.
شكر كبير للأساتذة الذين سهروا على تكويننا ومساعدتنا على انتهاج الطريق الصحيح في البحث العلمي.
وأشكر مسبقا أساتذتي أعضاء لجنة المناقشة الذين سيساهمون في تقويم هذا العمل، وأقدر تعاونهم ومشاركتهم في ترقية ظروف البحث العلمي.
دون أن أنسى تقديم الشكر الجزيل لكل محافظي الحسابات للشرق الجزائري الذين كانوا متعاونين وسمحوا لي بقليل من وقتهم.

إهـداء

أهدي هذا العمل إلى أغلى ما لدي في الوجود

أبــي وأمــي

إلى زوجتي وأخوي والأخت الصغيرة

إلى الجدة العزيزة

وإلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد، خاصة عمال إدارة المعهد

كما أدعوا من الله عز وجل أن يترحم روح الأستاذ المغفور له بإذن الله الدكتور "**بوتين محمد**" الذي لم يبخل علينا رغم معاناته من المرض قبل وفاته.

فــهرس المحتـــويـــات

فهرس الجـداول:

فهرس الأشكـــال:

مقدمـــة عـامـة:

تمهيـد:

إن المتتبع لأحداث الساحة الاقتصادية العالمية يدرك بلا شك أن ثمة تحولات غير مسبوقة شهدتها هذه الأخيرة وكان ذلك منذ بداية عقد التسعينات من القرن الماضي، تمثلت أساسا في تكريس بوادر العولمة الاقتصادية عبر فتح الأسواق وإزالة مختلف القيود، والزيادة السريعة لحجم التجارة الدولية التي كانت بعد الحرب العالمية الثانية وكذا التبادلات المالية الدولية بما فيها الاستثمار الأجنبي المباشر الذي أضحى من أبرز المعالم الكبرى لأداء الاقتصاد العالمي وأبرز مظاهر عولمته، عبر توسع نفوذ الشركات متعددة الجنسيات، وكذلك التغيير الهام الذي طرأ على طبيعة الإنتاج ورأس المال أيضا بفعل التقدم العلمي والتكنولوجي الذي أضحت تتميز به هذه المرحلة.

تميز الاقتصاد الحالي بالتغيرات السريعة في شتى المجالات، أصبحت الاستجابة لهذه المستجدات ومسايرتها أمر لا مفر منه، وكما هو الحال فإن الريادة للدول الرأسمالية الغربية دائما في هذا التوجه.

وقد أصبح لزاما على الدول أن تدرج الآليات الاقتصادية والقانونية التي من شأنها مسايرة اقتصاد السوق مثل إنشاء أسواق مالية لجلب الاستثمارات التي بواسطتها يمكن إعطاء دفع للتنمية الاقتصادية وذلك بتوفيرها للسيولة النقدية وجذبها للمستثمرين الأجانب.

في حين تمكنت هذه الدول من تطوير الخدمات المالية، واستطاعت بذلك أن تكون في موقع الصدارة يسمح لها بجذب الاستثمارات وتحفيز المستثمرين المحليين في توجيه استثماراتهم إلى الدول الأخرى حيث تتوفر الشروط الضرورية مثل الاستقرار السياسي والبنية التحتية وملائمة القوانين.

أما الدول النامية فلا تزال غالبيتها تسعى لتحقيق هذا التطور، سواء كانت نفطية أم لا ومنها الجزائر التي سعت منذ بداية عقد التسعينيات للقرن الماضي وبعد التأكد من فشل إستراتيجيات التخطيط الحكومي، اتجهت لتحرير الاقتصاد وفسح المجال أمام اقتصاد السوق، بما يعني تخلي الحكومة عن التكفل بالقضايا الاقتصادية وإشراك القطاع الخاص في تحمل جزء من المسؤولية في تحقيق التنمية الاقتصادية.

وحتى تقوم الأسواق المالية بالدور المنوط والمرجو منها لا بد من توفير الظروف الملائمة والمعلومات اللازمة للمستثمرين سواء المحليين أو الأجانب حتى يتمكنوا من توجيه قراراتهم الاستثمارية فيها. والمستثمرين فيها يطلبون توفر معلومات كافية وضرورية عن المؤسسات التي يرغبون في الاستثمار فيها، ويطالبون أن تكون المعلومات على درجة عالية من الدقة والوضوح، وأن تكون القوائم المالية التي يستمدون منها المعلومات التي يحتاجون إليها معبرة عن الوضع الحقيقي والسليم للوضعية المالية للمؤسسة ولا تحمل أي تضليل أو تضخيم.

انطلاقا من أهمية القوائم المالية كمخرجات للنظام المحاسبي القائم في المؤسسة يتوجب إعداد هذه القوائم على أسس تتفق مع متطلبات الإفصاح عن الأمور الغامضة ذات التأثير النسبي الهام في عملية اتخاذ القرار إذ أن أي تضليل في المعلومات المتضمنة في هذه القوائم من

شأنه أن يفقدها أهميتها وبالتالي التأثير على قرار الاستثمار مما يستوجب توافر معلومات على درجة كبيرة من الدقة والموضوعية.
تطبيق معايير المحاسبة الدولية قد يساهم في تحسين نوعية المعلومات المحاسبية المقدمة لمختلف فئات المستخدمين، وذلك من خلال تقديم معلومات ملائمة وقابلة للفهم وذات موثوقية عالية، كما أنها تعمل على جعل المعلومات المحاسبية قابلة للمقارنة مع المعلومات للمؤسسات الأخرى وبين القوائم المالية للمؤسسة نفسها لفترات زمنية متعددة.
هذه المتطلبات جعلت المحاسبة المالية تضطلع بدور اقتصادي واجتماعي مهم على مستوى الأفراد والمؤسسات والقطاعات من حيث توجيه قرارات تخصيص الموارد والقرارات الاقتصادية استنادا إلى التقارير المالية المنشورة.
والتي ترتبط بدورها بالمعايير المحاسبية التي تعد على أساسها التقارير المالية يجب أن ينظر إليها كقضية إستراتيجية تهم المجتمع ككل وذلك لما يترتب عليها من أثار محتملة على قرارات الأطراف التي تستخدم تلك التقارير في اتخاذ قراراتها.
بناءا على هذا فقد سنت مختلف الهيئات التي تدير الأسواق المالية سواء كانت محلية أو دولية، العديد من القوانين التي تلزم المؤسسات التي تنظم إليها على الإفصاح ونشر قوائمها المالية بصفة دورية وإلزامية، حتى تسمح للمستثمرين من ترشيد قراراتهم الاستثمارية في الأسواق المالية.

وعلى ضوء ما سبق يمكننا طرح التساؤل التالي الذي سوف يلخص الإشكالية التي يحاول الإجابة عنها هذا البحث: **⮘ ما مدى تأثير الإفصاح المحاسبي في توجيه القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية؟⮚**

هذه الإشكالية تتفرع لجملة من التساؤلات التالية:

أ- ما هو الإفصاح المحاسبي وكيف يتم إعداده؟

ب- هل أن المخطط المحاسبي الوطني الجزائري المعمول به حاليا يوفي بشروط الإفصاح الجيد؟

ج- هل أن النظام المحاسبي المالي المقترح يغطي النقائص المكتشفة في المخطط المحاسبي الوطني الجزائري؟

د- كيف يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية؟

هـ- هل للإفصاح المحاسبي دور في زيادة أو نقصان الطلب على الأوراق المالية؟

و- هل كان الإفصاح المحاسبي هو السبب في حدوث الأزمة المالية في بورصة دبي؟

فرضيـات الدراسـة:

قمنا بصياغة فرضيات هذه الدراسة، محاولين من خلالها تقديم الإجابات الأكثر وثوقا والتأكد من صحتها ضمن هذه الدراسة حتى نعالج الموضوع بشكل جيد:

- تطبيق المعايير المحاسبية الدولية يوفر المعلومات الضرورية والواجب الإفصاح عنها، لتلبية احتياجات المستثمرين من المعلومات المحاسبية الخاصة بالمؤسسات، لترشيد قراراتهم الاستثمارية في سوق الأوراق المالية.

- تبنى القرارات الاستثمارية الرشيدة على المعلومات التي يوفرها السوق المالي من خلال الإفصاح المحاسبي الذي يقدم مختلف المعلومات عن المؤسسات التي تعمل في السوق المالي.
- يساعد النظام المحاسبي المالي الجديد بالجزائر والمستلهم من المعايير المحاسبية الدولية على توفير المعلومات اللازمة والكافية لقارئ البيانات المالية.
- اتخاذ القرارات في سوق الأوراق المالية تقوم على استخدام مجموعة أساليب تحليل أهمها التحليل الفني والتحليل الأساسي، هذا الأخير يعتمد بشكل كبير على الإفصاح المحاسبي، الذي يوفر للمحللين الأساسيين المعلومات اللازمة عن المؤسسات التي يريدون الاستثمار فيها.
- عدم الإفصاح النزيه كان هو السبب الرئيسي في حدوث الأزمة بسوق دبي المالي.

مبررات اختيار الموضوع:

هناك عدة أسباب دفعتني إلى البحث في هذا الموضوع من أهمها:

- الرغبة الذاتية في البحث في مثل هذه الموضوعات بسبب ارتباطها الوثيق بتخصص المحاسبة والمالية الذي أنا ادرس فيه.
- في حدود علم الطالب أن هناك قلة في الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع في بلادنا، كون الجزائر حديثة الاهتمام بالمعايير المحاسبية الدولية.
- الأهمية التي يخص بها نظام المعلومات المالية على الساحة الاقتصادية خصوصا في أسواق رأس المال.

أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث من الأهمية التي تحتلها الأسواق المالية في الاقتصاديات الوطنية والدولية عموما حيث تعتبر مؤشرا يمكن الاعتماد عليه لقياس سلامة الاقتصاد الوطني، كما أنه لا يمكن لأي سوق مالية أن تنمو وتزدهر إلا من خلال تنمية الثقة لدى المستثمرين بما تقدمه من بيانات ومعلومات ملائمة لقراراتهم وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود نظام للإفصاح المحاسبي الذي يحقق جوا من الثقة بين المتعاملين من خلال قيام الجهات المعنية بمراقبة القوائم المالية للمؤسسات المتعاملة في السوق والإشراف على وسائل الإعلام المختلفة وبالتالي محاولة التدخل لمنع التظليل ولتفادي إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين.

أهداف البحث:

إن أهدف البحث تتلخص فيما يلي:

- التعرف على البيانات والمعلومات والمعايير المتوفرة في الأسواق المالية لخدمة المستثمرين الحاليين والمرتقبين عند اتخاذهم لقرار الاستثمار في الأوراق المالية.
- التعرف على مدى وعي المتعاملين في الأسواق المالية بأهمية المعلومات والبيانات المحاسبية.
- التعرف على العوامل التي تؤثر في كفاءة سوق الأوراق المالية.
- تحديد المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في تقارير المؤسسات المدرجة في سوق المالي.

- معرفة مدى تأثير الإفصاح على القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية.

حـدود الدراسـة:

نحاول في القسم النظري من هذا البحث تحديد مفاهيم الإفصاح المحاسبي، وكذا دراسة النظام المحاسبي القائم بالجزائر، والتعرف على المقترحات التي قدمت في النظام المحاسبي المالي الذي طبق ابتداء من هذه السنة، وركزنا على طرق اتخاذ القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية، أما الجانب التطبيقي فقد حصرنا حدوده المكانية في بورصة دبي وحدوده الزمنية في سنة 2009 التي حدثت فيها الأزمة المالية بهذه السوق، وقد تم اختيار هذه البورصة لكونها من أنشط البورصات العربية.

المنهـج المستخـدم:

قصد الإجابة على الإشكالية المطروحة في هذه الدراسة، وكذا اختبار صحة فرضياتها المتبناة، وتماشيا مع المناهج المعتمدة في الدراسات الاقتصادية والمالية، تم اختيار المنهج الاستنباطي. فقد استخدم المنهج الوصفي في الفصول الأربعة الأولى وذلك لتماشيه مع طبيعة هذه الفصول، أما المنهج التحليلي فقد استخدم في الفصل التطبيقي.

الدراسات السابقة:

في حدود اطلاعي فان المواضيع التي تم تناولها في هذا المجال عددها أربعة، متواجدة على مستوى مكتبات الجامعات التي تمت مناقشتها فيها، وفيما يلي عرض مختصر لها:

- مرواني سمير: ***le projet du nouveau système comptable financier algérien(anticipation et préparer le passage du PCN aux norme IFRS)*** البحث عبارة عن مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، بالجزائر سنة 2007/2006 . وتدور إشكالية هذا البحث حول ماهية طبيعة مشروع النظام المحاسبي المالي في الجزائر، وما الذي سوف يرافق عملية الانتقال من تحضيرات. باعتبار أن اختيار المجلس الوطني للمحاسبة لمرجعية *IFRS* هو الخيار الأفضل، رغم ما قد ينتج عن هذا الخيار من انعكاسات على مستوى المهنة المحاسبية، وبرامج التدريس والتكوين في مجال المحاسبة، خصوصا على مستوى المؤسسة. التي يتوجب عليها أن تقوم بتحضير برنامج للانتقال، لأجل تجنب الوقوع في أخطاء في المعالجات.

- مشري حسناء: **دور وأهمية القوائم المالية في اتخاذ القرارات دراسة ميدانية ببنك سوسيتي جنرال الجزائر وكالة سطيف.** البحث عبارة عن مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، بسطيف سنة 2008/2007. حيث تبحث هذه الدراسة في الدور الذي تلعبه القوائم المالية في اتخاذ القرارات، وذلك نظرا للدور الذي تلعبه القوائم المالية في عملية اتخاذ القرارات على كل المستويات، حيث أن عدم التجانس في الاهتمامات والرغبات خاصة وأن لهم أهداف متباينة، حيث سعت هذه الدراسة للوقوف على نوعية القوائم المالية وكيفية إعدادها حتى تلبي متطلبات ورغبات مستخدميها، وتم التطرق بالتحليل إلى بنك سوسيتي جنرال.

- سمير بوعياد: **دراسة مقارنة بين المخطط المحاسبي القديم والجديد**. البحث عبارة عن مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، بجامعة مولود معمري تيزي وزو، سنة 2009/2008. فقد تطرقت هذه الدراسة إلى المخططين المحاسبيين المطبقين في الجزائر (المخطط المحاسبي الوطني لسنة 1975، والنظام المالي المحاسبي المزمع تطبيقه هذه السنة)، حيث عملت هذه الدراسة على إجراء مقارنة بين المخططين وما يوفره كل واحد من هما من معطيات محاسبية تفيد مستخدميها.

- سفير محمد: **الإفصاح في المؤسسات في ظل معايير المحاسبة الدولية –دراسة حالة الجزائر-**، تدخل هذه الدراسة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، بجامعة يحيى فارس المدية، سنة 2009/2008. كانت إشكالية هذه الدراسة تتمحور حول إلى أي مدى يفي الإفصاح عن المعلومات في القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية بمتطلبات المعايير الدولية المحاسبية واحتياجات مختلف المستخدمين، مع التعرض لتطور الفكر المحاسبي، وكذا كيفية عرض القوائم المالية وفقا للمعايير المحاسبية الدولية، والجهود المبذولة من طرف الجزائر في هذا المجال.

صعوبات الدراسة:

لقد كان طموحنا أن ندرس تأثير الإفصاح على ترشيد القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية بالجزائر، لكن إعترضتنا العديد من الصعوبات منها عدم وجود تداول في هذه السوق مما يعني عدم وجود مستثمرين، فتم تحويل الدراسة إلى سوق دبي المالي بدولة الإمارات العربية المتحدة، ومع هذا صادفتنا العديد من الصعوبات في إعداد هذا البحث منها:

- قلة الدراسات بموضوع الإفصاح المحاسبي.
- عدم توفر كتابات حول النظام المحاسبي المالي الجديد الذي طبق ابتداء من هذه السنة (2010) في الجزائر.
- صعوبة تحصيل معلومات كثيرة ومن مصادر مختلفة متعلقة ببورصة دبي.

- عدم التمكن من مقابلة المستثمرين الماليين الناشطين بسوق دبي المالي وذلك لرفضهم هذا الأمر وإشغالهم بالأزمة.
- قلة التحاليل المتعلقة بأزمة دبي المالية نظرا لحداثتها.

- هيكلــة البحــث:

اعتماد على ما سبق وحتى يتم التطرق إلى هذا البحث بشكل مفصل، فقد قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى خمسة فصول، أربعة منها تتعلق بالجانب النظري والخامس دراسة حالة سوق دبي المالي.

فالفصل الأول خصص لماهية الإفصاح المحاسبي من خلال عرض مفهوم الإفصاح المحاسبي وأنواعه وكذا التطور التاريخي له، وطرق إعداده ونطاق الإفصاح المطلوب، وكذا المعلومات الواجب الإفصاح عنها، وكيفية عرض المعلومات المراد الإفصاح عنها من خلال إعداد مختلف القوائم المالية.

في حين يبرز **الفصل الثاني عرض القوائم المالية وفق المخطط المحاسبي والنظام المالي المحاسبي الجديد،** وذلك بالتطرق لمختلف الجوانب المتعلقة بإعداد واستعمال المخطط المحاسبي الوطني في عرض المعلومات المحاسبية من طرف المؤسسات، وذلك بعرض المخطط المحاسبي الوطني من مختلف جوانبه بإستعراض الحسابات التي يعتمد عليها في إعداد القوائم التي يتم عرضها في نهاية السنة. وكذلك تقديم النظام المحاسبي المالي المقترح تطبيقه ابتداء من سنة 2010، الذي جاء كمحاولة لتعويض المخطط المحاسبي الوطني، وسوف نتطرق في هذا الفصل أيضا لكيفية استعمال النظام المالي المحاسبي لعرض البيانات وتقديم درجة ملائمة من الإفصاح المحاسبي المطلوب من المؤسسات، إضافة إلى دراسة مقارنة بين النظامين ومدى توافقهما مع المعايير المحاسبية الدولية، وذلك بعد عرض المعايير المحاسبية الدولية، ونقد المخطط المحاسبي الوطني، وكذا عرض الجديد الذي جاء به النظام المالي المحاسبي.

أما الفصل الثالث فنعمل فيه على التطرق لمختلف جوانب السوق المالي، وذلك بتبيان الملامح الأساسية للأسواق المالية بعد عرض خصائصها ووظائفها وعمليات تنظيمها، ثم وصف مختلف الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك، أوراق مشتقة وغيرها) التي يتم تداولها في الأسواق المالية، وبعدها تم دراسة كفاءة الأسواق المالية من خلال تعريف كفاءة السوق ومتطلباته ومستوياته، ثم عرض أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية.

نتناول في الفصل الرابع الأساليب التي يعتمد عليها متخذي القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية في اتخاذ قراراتهم، وذلك بالتطرق لعملية اتخاذ القرارات في حد ذاتها بالتعرف على ماهية عملية اتخاذ القرارات وكذا أساليبها وأساسيات هذه العملية. ثم يتم عرض أسلوب التحليل الفني بمختلف جوانبه انطلاقا من أساسياته والتطرق لنظرية داو التي تعد العمود الأساسي لهذا الأسلوب. كما نقوم في هذا الفصل بدراسة أسلوب التحليل الأساسي وذلك بعرض مبادئه وأساسياته وكذا مختلف المراحل والخطوات المتبعة في هذا الأسلوب.

فيما سيتم تخصيص الفصل الخامس للدراسة التطبيقية التي تعمد إلى القيام بدراسة تأثير الإفصاح المحاسبي على القرارات الاستثمارية في سوق دبي المالي، والذي سوف يتم فيه القيام بعرض للسوق ومختلف التشريعات التي تنظم هذه السوق وكذا عملية الإفصاح بها،

إضافة إلى التطرق للأزمة المالية التي حدثت لهذه السوق والتي تزامنت مع إعدادنا لهذا البحث، ثم القيام بدراسة مدى ارتباط هذه الأزمة بعملية الإفصاح المحاسبي.
في الأخير نورد حوصلة عامة عن هذا البحث نرى فيها مدى تحقيق البحث للأهداف المسطرة له، وكذا قياس درجة صحة الفرضيات التي وضعت للإجابة على التساؤلات المطروحة، التي وضعت كأداة مساعدة للإجابة على الإشكالية العامة للبحث.
في الأخير عرض خاتمة عامة يتم فيها تقييم الدراسة، ومدى تحقيق البحث للأهداف المسطرة وكذا مدى صحة الفرضيات، إضافة إلى تقديم النتائج المتوصل إليها، وكذا التوصيات المقترحة.

الـفـصـل الأول:

ماهية الإفصاح المحـاسبي

مقدمة:

تعاظم دور المحاسبة والمعلومة المحاسبية في الحياة الاقتصادية وتزايد الاحتياج لها سواء كان ذلك على المستوى الجزئي أي في محيط المؤسسة أو على المستوى الكلي أي اقتصاد البلد، فكل هذا أدى إلى زيادة الأطراف المهتمة التي تحتاج إليها، حيث تطالب كل هذه الأطراف بمستوى معين من المعلومات المحاسبية وذلك حسب حاجياتها لهذه المعلومات.

ومع تعدد هذه الأطراف واختلاف حاجياتهم، أصبح لزاما على الجهة المعدة لهذه المعلومات توفير القدر الكافي من المعلومات الذي يلبي حاجيات هؤلاء الأطراف كلهم في آن واحد.

هذا ما أدى إلى ضرورة توحيد الضوابط التي تحكم إعداد المعلومات المحاسبية حتى تكون مناسبة لكل الأطراف التي تحتاج لها وتلبي حاجياتهم لها، وقد لعب دور توحيد هذه الضوابط من طرف مختلف المجالس العالمية للمحاسبة وخاصة منها الأمريكية، والبريطانية، والأوروبية. التي ارتأت إلى ضرورة توحيد عملية عرض المعلومات المحاسبية، وذلك من خلال إصدارها للمعايير المحاسبة الدولية ودعوتها بضرورة تطبيقها عند إعداد مختلف المعلومات المحاسبية، حتى يكون هناك شبه توحيد لعرض هذه المعلومات.

ومن بين المطالب التي نصت عليها هذه المعايير المحاسبية الدولية الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية، والذي يعد النواة أو الركيزة الأساسية للاعتماد على المعلومات المحاسبية في اتخاذ مختلف القرارات.

وهذا ما جعلنا نخصص هذا الفصل لدراسة مختلف جوانب الإفصاح المحاسبي وكيفية عرض المعلومات المحاسبية، وما هي الأمور الواجب الإفصاح عنها في هذه المعلومات المحاسبية كما نصت عليه المعايير المحاسبية الدولية.

فقسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي:

- المبحث الأول: الإفصاح المحاسبي.
- المبحث الثاني: متطلبات الإفصاح المحاسبي.
- المبحث الثالث: إعداد وعرض القوائم المالية.

المبحث الأول: الإفصاح المحاسبي.

ينظر للإفصاح المحاسبي على أنه روح أي سوق مالية وأساس نجاحه، فالإفصاح المحاسبي يحقق في حال توفره جوا من الثقة بين المتعاملين من خلال قيام الجهات المعنية بمراقبة ميزانيات المؤسسات المتعاملة في السوق والإشراف على عمليات الإعلام المختلفة التي تقدمها هذه المؤسسات، والتدخل لإزالة الغش ومنع إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين.

واعترافا بأهمية الإفصاح المحاسبي في صنع القرارات فقد اهتمت المعاهد والجمعيات العلمية بمعايير الإفصاح والتأكيد على كمية ونوعية المعلومات التي لا بد من توافرها.

المطلب الأول: مفهوم الإفصاح المحاسبي.

يعني الإفصاح المحاسبي إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة، التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع، ويعد الإفصاح الكافي من أهم المبادئ الرئيسية لإعداد القوائم المالية، وهذا يعني أن تشتمل القوائم المالية، والملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها، كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالمشروع لتجنب تضليل الأطراف المهتمة بالمشروع.[1]

ولكن من خلال المفهوم السابق نلاحظ أن مفهوم الإفصاح هو مفهوم نسبي فهو ينطلق من فكرة عامة تتمثل في التعبير الصادق عن الحقيقة لكنه يتأرجح بين كفتي التكلفة والمنفعة المرجوة فنلاحظ تفاوتا في تحديد المعنى الدقيق المقصود وذلك تبعا لظروف المؤسسة وهذا بدوره أبرز عدة أنواع للإفصاح .

وقبل التطرق لأنواع الإفصاح سوف نحاول تقريب مفهوم الإفصاح أكثر وذلك بإدراج مجموعة من التعاريف نذكر منها:[2]

تعريف1: قد عرف الإفصاح المحاسبي بأنه شمول التقارير المالية على جميع المعلومات اللازمة والضرورية لإعطاء مستخدمي هذه التقارير صورة واضحة وصحيحة عن الوحدة المحاسبية.

تعريف2: كما عرف أيضا الإفصاح المحاسبي على أنه تقديم للمعلومات والبيانات إلى المستخدمين بشكل ومضمون صحيح وملائم لمساعدتهم على اتخاذ القرارات، لذلك فهو يشمل المستخدمين الداخليين والمستخدمين الخارجيين بآن واحد.

تعريف3: من جهة أخرى لقد تم تعريف الإفصاح المحاسبي على أنه إظهار كافة المعلومات التي تؤثر في موقف متخذ القرار المتعلق بالوحدة المحاسبية وهذا يعني أن تظهر المعلومات في القوائم أو التقارير المحاسبية بلغة مفهومة للقارئ دون أي لبس أو تضليل.

تعريف4: ونجد أيضا أن المنظمات المهنية اشترطت لتحقيق التقارير المالية الفائدة الإعلامية والأغراض المرجوة منها، توفير الوضوح المناسب باعتباره على جانب كبير من الأهمية، حيث أنه أحد السبل المهمة نحو توصيل أكثر قدر ممكن من المعلومات عن المركز المالي ونتائج الأعمال ويساعد القارئ على فهم وتفسير محتوى القوائم المالية بطريقة أكثر شمولية في ضوء القواعد والمبادئ والفروض المحاسبية.[3]

تعريف5: يمكن القول بأن الإفصاح يمثل تقديم المعلومات إلى المهتمين بالمحاسبة عن طريق قوائم وبيانات تختلف باختلاف المنفعة المنشودة، والتي تتأثر باختلاف المستفيدين

---

[1]- طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الإسكندرية مصر، 2000، ص: 530.

[2]- لطيف زيود، حسان قيطيم، ط. نغم أحمد فؤاد مكية، **دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار**، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية- سلسة العلوم الاقتصادية والقانونية2007، المجلد (29) العدد (1) ، سورية، ص ص: (178-179).

[3]- صادق الحسني ، **التحليل المالي المحاسبي**، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1998، ص: 50.

من تلك المعلومات من جهة أخرى واختلاف مستواهم الثقافي، ومعرفتهم بحقيقة الظروف الاقتصادية من جهة ثانية.[1]

ومنه فعلى المؤسسة عند تطبيق هذا المبدأ أن تراعى المستوى الملائم لمقدرة مستخدمي التقارير للوصول إلى مضمون المعلومات المراد الإفصاح عنها بدون الحاجة إلى تأويله لذا لا بد لكي يكون الإفصاح كافيا وملائما من توافر العنصرين التاليين:[2]

أ- العرض السليم للقوائم المالية: بحيث ترتب العناصر والمجموعات بشكل مفهوم ومنسجم مع القواعد العلمية ويخدم الطوائف المستخدمة.

ب- أن تتضمن القوائم المالية المعلومات الضرورية التي بدونها لا تعبر عن حقيقتها، وينبغي عدم التوسع في إخفاء بعض المعلومات بسبب الخوف من احتمالات سوء تفسيرها أو الوصول إلى نتائج خاطئة.

وبتحليل التعاريف السابقة إلى مكوناتها الأساسية نجد ما يلي:[3]

1- المعلومات : نلاحظ أن التعاريف السابقة أشارت إلى ضرورة تضمين القوائم والتقارير المحاسبية المعلومات الضرورية أو الكافية إلا أنها اختلفت في تحديد كمية المعلومات بمعنى أن يكون الإفصاح في حدود الضرورة بالشكل الذي يمكن المستخدم من اتخاذ القرار المناسب، في حين يتطرق أحد التعاريف السابقة إلى مفهوم الشمولية حيث يرى أن الإفصاح يتطلب إظهارا لكل المعلومات .

لكن تلتقي هذه التعاريف عند ضرورة أن تكون هذه المعلومات صحيحة، حقيقية، وغير مضللة.

2- مستخدمي المعلومات: نلاحظ أن كلا من التعريفين الأول والثالث والرابع والخامس لم يحددا طبيعة مستخدمي المعلومات بشكل دقيق. في حين أشار التعريف الثاني إلى نوعين من المستخدمين وهما المستخدمون الداخليون والمستخدمون الخارجيون، وهو أمر مهم جدا إذ تتفاوت حاجة المستخدمين وقدرتهم على تفسير تلك المعلومات بشكل سليم وفهمها على أساس صحيح بتفاوت مستوياتهم .

فالمستخدم الداخلي يتمثل بإدارة المؤسسة حيث يتم توصيل المعلومات إليه من خلال التقارير بسهولة ناجمة عن الاتصال المباشر بين المحاسب والإدارة.

أما المستخدم الخارجي فيتمثل بأطراف عديدة ذات مصالح متباينة كالمستثمرين والمقرضين والمحللين الماليين والجهات الحكومية... الخ ، ويقتضي إيصال المعلومات إلى هذه الفئات إعداد القوائم المالية الأساسية وهي (قائمة الدخل ـ قائمة المركز المالي ـ قائمة التدفقات النقدية) .

ويعود هذا التميز إلى عدم تجانس مصالح هذه الأطراف الأمر الذي يدعو كل طرف منها إلى المطالبة بالإفصاح بما يتناسب مع تحقيق هدفه.

وبالتالي مما سبق نستنتج أن للإفصاح أشكال أقواها في القوائم المالية، كما يعد التبويب داخل القوائم المالية أحد الأشكال الهامة للإفصاح، ويتم تقديم كم كبير من المعلومات مرتبطة بالقوائم المالية وتشمل معلومات رقمية ونصوص تمد مستخدمي القوائم المالية بالأمور التي ظهرت ملخصة في القوائم أو استبعدت منها، ولا يجب تفسير

---

[1]- مأمون حمدان وحسين القاضي، **نظرية المحاسبة**، الطبعة الأولى، منشورات جامعة دمشق ، سوريا، 2000، ص: 253.

[2]- صادق الحسيني، مرجع سابق، ص: 52.

[3] - لطيف زيود، حسان قيطيم، ط. نغم أحمد فؤاد مكية، مرجع سابق، ص: 180.

تلك الملاحظات على أنها ثانوية أو ليست لها مغزى ولكن الحقيقة أن هذه الملاحظات تحتل مساحة أكثر من المساحات التي تحتلها القوائم نفسها، غالبا ما تشمل على معلومات هامة لم تكن لتوفر لدى القارئ إذا انحصرت معلوماته في القوائم فقط.
والجدير بالذكر أن الإفصاح الكامل يمتد فيها وراء الأرقام المحاسبية يشمل الإفصاح عن معلومات وصفية قد يكون لها تأثير جوهري على القرارات.
ولا يعني هذا المبدأ الرغبة في الجمود بل الحد من الفوضى وأثرها السلبي على القوائم المالية لذلك يرتبط مبدأ الإفصاح باختلاف الأسس والإجراءات البديلة في قياس النتائج وعند العدول عن مبدأ الثبات ينبغي أن يتم الإفصاح عنه في التقارير بأية صيغة ملائمة.[1]
وحيث أن مبدأ الإفصاح يرتبط بعدة قضايا، فلا يمكن تركه لمصلحة الأطراف المصدرة للمعلومات المحاسبية عن المشروع، وذلك في الإفصاح بالشكل والكيفية التي يراها، بل يجب إيجاد رقابة حكومة لمنظمات مهنية محاسبية ومراجعة تفرض نوعية ومقدار من البيانات المالية الواجب الإفصاح عنها في التقارير المالية.

المطلب الثاني: التطور التاريخي للإفصاح المحاسبي.

ظهور شركات المساهمة ولدت الحاجة للإفصاح المحاسبي حيث أن المساهمين الذين يوكلون للإدارة تسيير مصالحهم ينتظرون معلومات عن تسيير المشروع، وقد مر الإفصاح المحاسبي بالمراحل التالية:

1- الإفصاح في النظام الرأسمالي الحر:

تميزت هذه المرحلة بالحرية الفردية في الحياة الاقتصادية، وكذلك زيادة حجم الطلب واتساعه عن العرض، وقد كان الأشخاص العاديون يقبلون على شراء أسهم الشركات لما يتوقعون من أرباح، وقد كان الإفصاح يشمل على القائمتين هما الميزانية وجدول حساب النتائج.
حيث كانت تنشر القوائم المالية ليطلع عليها المساهمين، فنجد أن تعظيم الربح هو المقياس الوحيد في التعبير عن أرباح المشروع وقد عبر **"فرويد مان"** عن هذا القول: "إن هناك مسؤولية اجتماعية وحيدة للمشروع هي استقلال موارده، في الإطلاع بالأنشطة التي حددت أساسا لزيادة أرباحه لكي يمكن أن تبقى محافظا على قواعد النظام الذي يعمل في أصله، والتي يمكن القول أنها تتلخص في العمل في ظل منافسة مفتوحة بدون غش أو خداع وأن قبول المشروع لمسؤولية اجتماعية خلاف تحقيق أقصى ربح لملاك المشروع يمثل أحد الاتجاهات التي تفرض أساسيات مجتمعنا الحر".[2]

---

[1]- صادق الحسني، مرجع سابق، ص: 50 .
[2]- مأمون حمدان وحسين قاضي، مرجع سابق، ص: 203.

إن هذا الهدف لا يمكن أن يعتبر مقياسا لنجاح المشروع بسبب تغير الخلفية الاقتصادية، والتي لا تؤثر على تغيير مفهوم الإفصاح لأن الممارسة في هذه المرحلة لا تزال تدور حول المستثمر العادي ومن خلال القوائم المالية التقديرية وعلى الرغم من اتجاه مجمع المحاسبة الأمريكي AAA* إلى توسيع مفهوم الإفصاح لتعدد الأطراف المستفيدة من القوائم المالية إلا أنه لا زال متمسكا بمفهوم عادي.[1]

2- **الإفصاح في النظام الرأسمالي الاحتكاري:**

هذه المرحلة تميزت بانتشار الشركات العملاقة حيث زاد الإنتاج وانخفضت التكاليف فسيطرت هذه الشركات على السوق وبالمقابل تحطمت الشركات الصغيرة التي لا تستطيع الصمود في هذه المنافسة، من خلال تصفية أوضاعها وضخامة المشروعات في الدول الرأسمالية والمعركة التنافسية فيما بينها أدى إلى إيجاد اتفاق بينها يقضي بإلغاء المنافسة واقتسام الأسواق وتحديد الأسعار وفرضها على المستهلكين حيث يصبح الربح الوارد في قائمة الدخل يعبر عن عائد الاحتكار وليس عن صافي الربح وهذا ما جعل مستخدمي المعلومات المحاسبية يبحثون عن معلومات تمكنهم من قياس صافي ربح المشروع.

وبناء على ذلك فإن إدارات متخصصة وعملاقة قد شغلت المركز القيادي في مشروعات تضم رؤوس أموال ضخمة قد انفصلت تلك الإدارات عن المستثمر العادي لتتخذ القرارات المتعلقة باستثمارها بنفسها، وبوصفها ممثلة للمشروع ككل. ونشأت بيوت مالية أخرى أخذت تتخصص مباشرة بالاستثمار كالمصارف وهيئات التأمين وصناديق التأمين والمعاشات، وأخذ يقوم على إدارة هذه المشروعات الاستثمارية إدارات قوية متخصصة لا يمكن مقارنتها بالمستثمر العادي.[2]

وعليه فإن متخذي القرار في النظام الرأسمالي الاحتكاري هم المحللون الماليون ومستشارو الاستثمار وبالمقابل فإن دور المستثمر العادي يضمحل لأنه لا يوفي بحاجة المجتمع المالي. وهذا أدى إلى ضرورة تطوير مضمون المعلومات بشكل يفي بحاجتهم المتنامية، يوما بعد يوم دون التوقف عند حدود القوائم المالية التقليدية.

3- **الإفصاح في القطاع الحكومي:**

أكد أصحاب المذهب الفردي الرأسمالي على أن عدم تدخل الحكومة يؤدي إلى زيادة الإنتاج، وقد أخذت معظم الدول الأوروبية بهذا المبدأ، لكن ظهور الأزمات الاقتصادية من كساد وبطالة وتدهور اقتصادي أدى إلى تغيير مفهوم وظيفة الدولة وطالب بعض المفكرين الاقتصاديين وعلى رأسهم **كينز** بتدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، كما أن التنمية الاقتصادية عن طريق التخطيط كان لها أكبر

---

*- المجمع الأمريكي للمحاسبية .academy American accountancy

[1]- نفس المرجع السابق، ص: 203.

[2]- مأمون حمدان وحسين قاضي، مرجع سابق، ص: 104.

أثر في الوسائل التي اتبعتها الدول الاشتراكية والدول النامية التي سلكت هذا الطريق.

أي أن الدول تقوم بالتدخل في النشاط الاقتصادي للوصول إلى أهداف معينة سياسية ،اقتصادية، أو اجتماعية وتختلف درجة هذا التدخل من دولة إلى أخرى، ولضمان تنفيذ الخطط والرقابة على الأعمال تبرز ضرورة وظيفة المحاسبة إضافة إلى توسيع الإفصاح المحاسبي، لتوفير وسائل المعلومات لتنفيذ المشاريع معبرا عنها بالأرقام، للحصول على بيانات تتعلق بالطاقة الإنتاجية القصوى والمتاحة في المجتمع للعمل على استثمارها والقضاء على الطاقة العاطلة، إضافة إلى أن التخطيط المالي يعتمد على الحصول على بيانات تتعلق بحساب الدخل القومي وكيفية إعادة توزيع هذا الدخل والقيمة المضافة، وهذا يدفع متخذ القرار إلى البحث عن بيانات أوسع تفصيل.[1]

المطلب الثالث: أنواع الإفصاح المحاسبي.

بالنسبة لأنواع الإفصاح المحاسبي فإن التطور في الفكر المحاسبي يظهر اتجاها متزايدا نحو التوسع في الإفصاح وتعدد مجالاته إلى درجة أن المحاسبين أخذوا يطمحون إلى تسجيل أحداث غير مالية لا يمكن التعبير عنها بأرقام في سجلاتهم ويحاولون باستمرار تذليل العقبات التي تحول دون هذا الهدف، ولكن هناك من يرى أنه من الصعب وضع مفهوم موحد للإفصاح المحاسبي يرضي جميع المستخدمين بل ومن المستحيل أن يتفق المحاسبون على إطار محدد للإفصاح، لذلك لا بد من الأخذ بعين الاعتبار الهدف من إعداد البيانات المحاسبية والفئة المستفيدة منها.

وعليه يمكن الإشارة إلى أنواع الإفصاح تبعا للأهداف من خلال ما يلي:

1- الإفصاح الكامل:

يشير إلى مدى شمولية التقارير المالية وأهمية تغطيتها لأي معلومات ذات أثر محسوس على القارئ، ويأتي التركيز على ضرورة الإفصاح الكامل من أهمية القوائم المالية كمصدر أساسي يعتمد عليه في اتخاذ القرارات، ولا يقتصر الإفصاح على الحقائق حتى نهاية الفترة المحاسبية بل يمتد إلى بعض الوقائع اللاحقة لتواريخ القوائم المالية التي تؤثر بشكل جوهري على مستخدمي تلك القوائم .

يعترف مبدأ الإفصاح الكامل بأن طبيعة ومقدار المعلومات التي تتضمنها القوائم المالية تعكس سلسلة من الموازنات تسعى إلى تقديم التفاصيل الكافية للإفصاح عن الجوانب المؤثرة على المستخدمين، هذا الاهتمام يجعل المعلومات قابلة للفهم مع الأخذ في الاعتبار تكاليف إعدادها واستخدامها.

فعادة ما تقوم المحاسبة بتقديم المعلومات التي لها أهمية كافية للتأثير على الأحكام الشخصية والقرارات التي يتخذها المستخدم الواعي حيث عادة ما يتم وضع المعلومات المتعلقة بالمركز المالي ونتائج الأعمال والتوقعات النقدية واستثمارات الملاك والتوزيعات عليهم في أحد المواقع الثلاثة التالية:[2]

أ. صلب القوائم المالية:

---

[1]- نفس المرجع السابق، ص ص:(211-214).

[2]- أمين السيد أحمد لطفي، **نظرية المحاسبة القياس والإفصاح والتقرير المالي عن الالتزامات وحقوق الملكية الجزء الثاني**، ، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2007، ص ص: (24-25).

حتى يمكن الاعتراف ببند معين في صلب القوائم المالية يجب أن يتم استيفاء تعريف أحد العناصر أن يكون عناصر القوائم المالية قابلة للقياس بدرجة كافية من التأكد، وملائمة وقابلة للاعتماد عليها، وبوجه عام يجب الاعتراف في القوائم المالية بالمعلومات الأكثر فائدة عن الأصول والالتزامات والإيرادات والمصروفات التي تحقق أفضل مزيج بين الملائمة والمصداقية.

ب. الملاحظات على القوائم المالية:

تقوم الملاحظات عادة بشرح أو توضيح البنود المعروضة في صلب القوائم المالية لإعطاء صورة كاملة وحيوية لفهم أداء المؤسسة ومركزها المالي.

ولا يلزم أن تكون المعلومات الواردة بالملاحظات قابلة للقياس الكمي أو مستوفية لتعريف أحد العناصر السابقة، حيث يمكن أن تكون بعض أو كل الملاحظات وصفية أو سردية مثل وصف السياسات المحاسبية المستخدمة في قياس العناصر المقرر عنها أو تقديم إيضاحات عن الالتزامات العرضية.

ج. المعلومات الإضافية:

قد تتضمن تلك المعلومات تفاصيل أو يتم عرض وجهة نظر مختلفة عن تلك المعروضة في القوائم المالية، كأن تكون في شكل معلومات كمية ذات درجة عالية من الملائمة إلا أنه يتم الاعتماد عليها بدرجة منخفضة، أو معلومات تساعده ولكنها قد لا تكون حيوية.

2- الإفصاح العادل:

يهتم الإفصاح العادل بالرعاية المتوازنة لاحتياجات جميع الأطراف المالية، إذ يتوجب إخراج القوائم المالية والتقارير بالشكل الذي يضمن عدم ترجيح مصلحة فئة معينة على مصلحة الفئات الأخرى من خلال مراعاة مصالح جميع هذه الفئات بشكل متوازن.[1]

أي يقدم المعلومات التي تفي باحتياجات الأطراف المعنية على قدم المساواة (لمستخدمي القوائم) .

3- الإفصاح الكافي:

هذا النوع يضمن الوفاء بالحد الأدنى من المعلومات المالية المطلوبة دون تفاصيل مضللة وبأقل التكاليف، وهو المستوى الأكثر ملائمة للمعلومات التي ينتظر أن تتضمنها القوائم المالية.

يمكن ملاحظة أن مفهوم الحد الأدنى غير محدد بشكل دقيق إذ يختلف حسب الاحتياجات والمصالح بالدرجة الأولى كونـه يؤثر تأثيرا مباشرا في اتخاذ القرار ناهيك عن أنه يتبع للخبرة التي يتمتع بها الشخص المستفيد.[2]

4- الإفصاح الملائم:

---

[1]- لطيف زيود، حسان قيطيم، ط. نغم أحمد فؤاد مكية، مرجع سابق، ص :181.

[2]- نفس المرجع السابق والصفحة.

هو الإفصاح الذي يراعي حاجة مستخدمي البيانات وظروف المؤسسة وطبيعة نشاطها، إذ أنه ليس من المهم فقط الإفصاح عن المعلومات المالية بل الأهم أن تكون ذات قيمة ومنفعة بالنسبة لقرارات المستثمرين والدائنين وتتناسب مع نشاط المؤسسة وظروفها الداخلية.[1]

5- الإفصاح التثقيفي (الإعلامي):

أي الإفصاح عن المعلومات المناسبة لأغراض اتخاذ القرارات مثل الإفصاح عن التنبؤات المالية من خلال الفصل بين العناصر العادية وغير العادية في القوائم المالية، الإفصاح عن الإنفاق الرأسمالي الحالي والمخطط ومصادر تمويله، ويلاحظ أن هذا النوع من الإفصاح من شأنه الحد من اللجوء إلى المصادر الداخلية للحصول على المعلومات الإضافية بطرق غير رسمية يترتب عليها مكاسب لبعض الفئات على حساب أخرى .

وهو يهدف إلى تقديم معلومات مفيدة لأغراض اتخاذ القرارات الاستثمارية، ويقوم ذلك النوع على عديد من الاعتبارات هي:[2]

- عدم اقتصار هدف المعلومات المالية على مفهوم الرقابة التقليدية، إخلاء مسؤولية الإدارة وامتداده لهدف تقديم معلومات ملائمة ومفيدة لاتخاذ قرارات مثل الاستثمار والتمويل.
- إمكانية استعانة المستثمر الفردي ذو القدرة المحدودة على تفسير المعلومات المالية بالخدمات الاستثمارية للمحللين الماليين المهنيين الذين يكون لديهم الوعي بأسس المعلومات المالية واستخدامها.
- من الأهمية بما كان توجيه المعلومات المفصح عنها في القوائم المالية نحو مساعدة المستثمرين على تقدير المتغيرات التي تعتمد على قياس درجة المخاطر النسبية وفي ضوء علاقة العائد من الاستثمار مقارنة بالعائد على الاستثمار في السوق المالية ككل.

يرتبط مفهوم الإفصاح التثقيفي بالأسواق المالية التي تعكس أثر المعلومات بسرعة وبعدالة لأغراض تحديد أسعار الاستثمارات ذات الكفاءة، ومن هناك يتوجه هذا الإفصاح نحو توفير المعلومات التي تمكن السوق من التوصل للأسعار المتوازنة التي تحقق عدالة توزيع العوائد ودرجات المخاطر، مما يمكن الحد من مساوئ استخدام المعلومات الخاصة لتحقيق مكاسب لبعض المتعاملين على حساب الفئات الأخرى التي قد لا تتوافر لديهم تلك المعلومات.

ويشير مصطلح الإفصاح المعرفي التثقيفي إلى الاتجاه نحو زيادة حجم المعلومات المفصح عنها، والتركيز على المعلومات التي تحتاج لدرجة أكبر من الدراسة والخبرة في استخدامها، بالإضافة للمعلومات الملائمة التي تتصف بدرجة كبيرة نسبية من التقدير ومن أمثلة ذلك التنبؤات المالية والمعلومات المرحلية أو المعلومات القطاعية.

ولا شك أن هناك عديد من الأساليب التي يمكن استخدامها للإفصاح عن المعلومات المالية.

---

[1]- نفس المرجع السابق والصفحة.

[2]- أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص: (33-35).

أ- المعلومات التي تفصح عنها في الملاحظات الهامشية.
ب- القوائم الإضافية والكشوف الملحقة.

ومن أمثلة الكشوف الملحقة تفاصيل بنود الأصول الثابتة ومجمع إهلاكها، أما القوائم الإضافية فهي تستخدم للإفصاح عن أثر تغير مستويات الأسعار.

6- الإفصاح الوقائي:

يقوم هذا النوع من الإفصاح على ضرورة الإفصاح عن التقارير المالية بحيث تكون غير مضللة لأصحاب الشأن والهدف الأساسي لذلك حماية المجتمع المالي (المستثمر العادي) ذو القدرة المحدودة على استخدام المعلومات لهذا يجب أن تكون المعلومات على درجة عالية من الموضوعية فالإفصاح الوقائي يتفق مع الإفصاح الكامل لأنهما يفصحان عن المعلومات المطلوبة لجعلها غير مضللة للمستثمرين الخارجيين .[1]

ومن هنا يعتمد ذلك المفهوم على تبسيط المعلومات المالية إلى الحد الذي يجعلها مفهومة لدى المستثمر محدود المعرفة والبعد عن تقديم المعلومات التي تعكس درجة كبيرة من عدم التأكد ومراعاة المقدرة المحدودة للمستثمر عند تحديد مقدار المعلومات التي يجب الإفصاح عنها.

في الواقع العملي وبعيدا عن التحيز لا بد من الإفصاح عن كافة المعلومات بشكل موضوعي من خلال القوائم الأساسية ودون تبني وجهة نظر معينة.

المبحث الثاني: متطلبات الإفصاح المحاسبي.

لقد أدى التطور في الأنشطة الاقتصادية إلى نمو متزايد في حجم المؤسسات، وأصبحت ذات علاقات متشابكة، مما زاد من الحاجة إلى الإفصاح المحاسبي لكل الأطراف المتعددة التي تتعامل مع المؤسسة وتحتاج للمعلومات المتعلقة بها، ومع تعدد تلك الاحتياجات من المعلومات المحاسبية فقد أصبح الإفصاح المحاسبي من أهم المبادئ التي يتبعها المحاسبون عند إعدادهم التقارير والقوائم المالية حيث لا بد أن تقابل المحاسبة كافة احتياجات مستخدمي المعلومات المحاسبية.

وهذا ما أدى إلى تعاظم أهمية الإفصاح، وتعدد الجهات التي تحتاج للمعلومات المتعلقة بالمؤسسة، مما أدى لزيادة المعلومات الواجب الإفصاح عنها تلبية لتلك الاحتياجات.

المطلب الأول: أهمية الإفصاح المحاسبي.

يجد المتتبع للمعرفة المحاسبية المعاصرة اهتمامها بالإفصاح المحاسبي من خلال الدراسات والأبحاث المختلفة للعديد من الباحثين الأكاديميين، على المستويين المحلي والدولي. حيث بذلت الجهود من قبل العديد من المنظمات الدولية مثل السوق الأوربية المشتركة، والمنظمة الاقتصادية للتعاون والتنمية واتحاد المحاسبين الدولي، ولجنة معايير المحاسبة الدولية ومجلس معايير المحاسبة المالية. من أجل توحيد المعايير المحاسبية التي تحدد الإفصاح المحاسبي الواجب توفره في القوائم والتقارير المالية.

ونظرا لما اكتسبه الإفصاح من الأهمية فقد أصبح شائع الاستخدام ، بحيث أصبح الجميع يطالبون اليوم بمزيد من الإفصاح ومزيدا من الشفافية، وذلك بهدف أن تكون

---

[1]- لطيف زيود، حسان قيطيم، ط. نغم أحمد فؤاد مكية، مرجع سابق، ص: 181.

البيانات المحاسبية (تقارير مالية) وغير المحاسبية (تقارير غير مالية) صادقة ومعبرة عن المحتوى الحقيقي للأحداث المالية التي تظهرها التقارير والقوائم المالية. ولا عجب في أن ذلك ما جعل الإفصاح المحاسبي يكون أحد المبادئ الأساسية التي يقوم عليها نظام إعداد القوائم المالية، وذلك لضمان جودة التقارير المالية وتحقيق الشفافية Transparence وغير ذلك من الأهداف المرجوة.[1]

ويعتبر الإفصاح موضوعا واسعا بدرجة تكفي للقول بأنه يتضمن كل مجال التقارير المالية وغير المالية ولذلك يعتبر مفيدا ولاسيما في أغراض اتخاذ القرارات وتقييم الأداء. فالإفصاح المحاسبي ضروريا بما لا يدع مجالا للغموض أو سوء الفهم من جانب الأطراف المعنية به، وكما رأى أحد الباحثين (د. محمد السيد عبد الكريم) بأن يكون الإفصاح وسيلة للتبصير والإرشاد وليست للتضليل والتغرير.

وباعتبار أن الإفصاح المحاسبي أحد شقي الوظيفة المحاسبية وهو جوهر النظرية المحاسبية، فهو ينطوي على الإعلان المدروس بطريقة اختيارية أو إجبارية لبعض ما لدى الإدارة من معلومات وبيانات ذات صفة اقتصادية نافعة للأطراف الخارجية المعنية ذات السلطة والموارد المحدودة للوصول إلى مثل هذه المعلومات، وذلك باستخدام أدوات معينة وتحقيقا لأهداف معينة .[2]

ومع تعدد مفاهيم الإفصاح المحاسبي وتعدد أغراضه يكتسب أهميته باعتباره مرتبط بالفروض المحاسبية الأساسية (فرض الاستمرار، فرض الاستحقاق، فرض الثبات)، وارتباطه أيضا بالسياسات المحاسبية المتمثلة في (المبادئ، والأسس والمصطلحات والقواعد والإجراءات)، وكل ذلك تتبناه الإدارة في إعداد وعرض القوائم المالية، حيث توجد سياسات محاسبية مختلفة تستخدم للموضوع الواحد، ولذلك ينبغي سلامة التقدير عند اختيار تلك السياسات والإفصاح عنها عند عرض القوائم المالية ويعضد ذلك الرأي الصادر عن هيئة المبادئ المحاسبية سنة 1972 بأن الإفصاح عن جميع السياسات أو المبادئ يمكن أن تؤثر بشكل مادي على المركز وعلى نتائج العمليات وعلى التغيرات في المركز المالي.

ونظرا إلى أن الإفصاح المحاسبي يرتبط بالعديد من الأطراف التي تستخدم الإفصاح المحاسبي فإن فعالية الإفصاح المحاسبي تتوقف على مجموعة من الاعتبارات الضرورية أهمها كفاية الإفصاح المحاسبي، بحيث تشبع حاجات مستخدمي المعلومات المحاسبية، كما يمكن الإفصاح المؤسسات من الحفاظ على الوجهة الرئيسية لقوائمها المالية الموجهة إلى مجموعة المستخدمين. كما أن الإفصاح يمكن أن يكون أداة فعالة لحل المشاكل المتعلقة بعملية التقرير المتخطي للحدود القومية، كما يمكن الإفصاح خاصة الاختياري في بعض الأحيان حصول المؤسسة على بعض المزايا من جراء ذلك، كما يمكن أن يقوم بتوسيع دائرة الاهتمام بالشركة وذلك عن طريق زيادة جمهور

---

[1]- شريف البارودي، **تحليل الأساليب التأثير على النتائج والمراكز المالية وأثرها على جودة بالقوائم المالية مع دراسة اختباريه**، مجلة الفكر المحاسبي، 2002، ماي، كلية التجارة – جامعة عين شمس، السنة السادسة، العدد رقم 1، ص ص: (30- 31).

[2]- فؤاد السيد المليجي، **مدى كفاية الإفصاح المحاسبي في ضوء معايير المحاسبة المحلية والحوافز الضريبية من وجهة نظر الفاحص الضريبي مع دراسة تطبيقية على صناعة السياحة في مصر**، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، 1998، المجلد رقم 35، العدد رقم1، ص: 57.

المهتمين بالتقرير السنوي للمؤسسة، وأخيرا يضيف (Haim.F, T.Ophir)[1]، بأن الإفصاح عن السياسات المحاسبية يقدم مساعدة كبيرة في تفسير أفضل للقوائم المالية لأي مؤسسة. حيث أقر أن المستثمرين يستجيبون إلى المحتوى والفن للإفصاح ذاته، وعليه كان وسيظل الإفصاح هو أحد القضايا الهامة التي تشغل الفكر المحاسبي ولعل المتتبع للتطور الفكري للإفصاح المحاسبي سوف يلمس جهود الكثير من المحاسبين في هذا المجال، إضافة إلى جهود المنظمات العلمية والمهنية[2].

ومن هذا المنطلق شهد الفكر المحاسبي اعترافا واهتماما متزايدين بالإفصاح المحاسبي وعلاقته بمصداقية التقارير والقوائم المالية.

المطلب الثاني: الجهات المستخدمة للإفصاح المحاسبي.

يشمل مستخدمو القوائم المالية المستثمرون الحاليين والمرتقبين، والموظفين، والمقرضين، والموردين والدائنين التجاريين الآخرين، والعملاء والحكومات ووكالاتها والجمهور. ويستخدم هؤلاء القوائم المالية لإشباع بعض حاجاتهم للمعلومات، والتي تشمل ما يلي:[3]

- **المستثمرون:** إن مقدمي رأس المال ومستشاريهم مهتمون بالمخاطر الملازمة لاستثماراتهم والعائد المتحقق منها، إنهم يحتاجون لمعلومات تعينهم على اتخاذ قرار الشراء، والاحتفاظ بالاستثمار والبيع، كما أن المساهمين مهتمون بالمعلومات التي تعينهم على تقييم قدرة المؤسسة على توزيع الأرباح.
- **الموظفون:** الموظفون والمجموعات الممثلة لهم مهتمون بالمعلومات المتعلقة باستقرار وربحية رب العمل. كما أنهم مهتمون بالمعلومات التي تمكنهم من تقييم قدرة المؤسسة على دفع مكافآتهم وتعويضاتهم، ومنافع التعاقد وتوفير فرص العمل.
- **المقرضون:** المقرضون يهتمون أيضا بالمعلومات التي تساعدهم على تحديد فيما إذا كانت قروضهم والفوائد المتعلقة بها سوف تدفع لهم عند الاستحقاق.
- **الموردون والدائنون التجاريون الآخرون:** الموردون والدائنون الآخرون مهتمون بالمعلومات التي تمكنهم من تحديد ما إذا كانت المبالغ المستحقة لهم ستدفع عند الاستحقاق، الدائنون التجاريون على الأغلب مهتمون بالمؤسسة على المدى أقصر من اهتمام المقرضين إلا إذا كانوا معتمدون على استمرار المؤسسة كعميل رئيس لهم.
- **العملاء:** العملاء مهتمون بالمعلومات المتعلقة باستمرارية المؤسسة، خصوصا عندما يكون لهم ارتباط طويل الأجل معها أو اعتماد عليها.

[1]- Haim.F et T.Ophir, **Financial Accounting Standards Board,** "Statement of Financial Accounting Standard No.96" Accounting for Income Taxes", FASB, 1987, pp. 108- 160.

[2]- محمد نجيب حمد، **دور الإفصاح المحاسبي وأهميته في ظل تطبيق معايير المحاسبة المصرية ومتطلبات القانون 91 لسنة 2005**، [على الخط]، متاح على: < www.acc4arab.com/acc/showthread.php?t=2646> ، تاريخ التحميل: 2009/03/12.

[3]- طارق عبد العال حماد، **موسوعة معايير المحاسبة الجزء الأول**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الإسكندرية مصر، 2003/2002، ص: 72.

- **الحكومات ووكالاتها (ومؤسساتها):** تهتم الحكومات ووكالاتها بعملية توزيع الموارد، وبالتالي نشاطات المؤسسات. كما يتطلبون معلومات من أجل تنظيم نشاطات المؤسسات، وتحديد السياسات الضريبية، كأساس لإحصاءات الدخل الوطني وإحصاءات مشابهة.
- **الجمهور:** تؤثر المؤسسات على أفراد الجمهور بطرق متنوعة. على سبيل المثال، قد تقدم المؤسسات مساعدات كبيرة للاقتصاد المحلي بطرق مختلفة منها عدد الأفراد الذين تستخدمهم وتعاملها مع الموردين المحليين، ويمكن للقوائم المالية أن تساعد الجمهور بتزويدهم بمعلومات حول الاتجاهات والتطورات الحديثة في نمو المؤسسة وتنوع نشاطاتها.

بينما لا يمكن للقوائم المالية أن تغطي كافة حاجات هؤلاء المستخدمين من المعلومات بدقة عالية، فإن هناك حاجات عامة لهم يشتركون فيها جميعا تستطيع تلبيتها كون أنها لا تحتاج إلى تعمق كبير في عرض القوائم. كما أن توفير قوائم مالية تفي بكل حاجات المستثمرين مقدمي رأس المال للمؤسسة، سوف يؤدي بالضرورة إلى تلبية أغلب حاجات المستخدمين الآخرين التي يمكن أن تغطيها القوائم المالية.

المطلب الثالث: المعلومات الواجب الإفصاح عنها.

تقوم العديد من المؤسسات في مختلف أرجاء العالم بإعداد وعرض البيانات المالية للمستخدمين الداخليين والخارجيين عن المؤسسة. ورغم أنه قد يبدو أن تلك البيانات متشابهة بين بلد وأخر، إلا أن هناك اختلافات بينها. هذه الاختلافات قد ترجع إلى اختلاف الظروف الاجتماعية والاقتصادية والقانونية من بلد إلى آخر كما قد ترجع تلك الاختلافات إلى أن كل دولة تأخذ في اعتبارها احتياجات مختلف فئات مستخدمي البيانات المالية عند وضع متطلبات إعداد البيانات المالية محليا.

إن البيانات المالية تعكس أثار العمليات وغيرها من الأحداث عن طريق تبويبها في مجموعات عامة حسب خصائصها الاقتصادية، ويطلق على هذه المجموعات العامة عناصر البيانات المالية. والعناصر المتعلقة مباشرة بالقياس سواء قياس المركز المالي في الميزانية (الموجودات والمطلوبات وحقوق الملكية). أو قياس العناصر المتعلقة مباشرة بقياس الأداء في قائمة الدخل (الإيرادات والمصروفات). أما قائمة التغير في المركز المالي فعادة ما تعكس عناصر قائمة الدخل والتغيرات في عناصر الميزانية.

فعرض هذه العناصر في الميزانية وقائمة الدخل يكون بتوفير الإفصاح عن العناصر التالية:

1- الإفصاح عن البيانات الكمية:

عند معرفة البيانات الكمية التي تعتبر مهمة يجب التركيز علي البيانات التي يمكن أن تستخدم في مختلف التقارير التي تستخدم في المقارنات ولأنه لا يمكن للمستثمرين اعتبار أن التقارير تحمل بيانات ذات احتمالات دقة متساوية. فمن الملائم عرض تفاصيل بشأن الأقسام العديدة للمؤسسة بالإضافة إلى البيانات الكمية المعروضة. وذلك لكون البيانات التي تقدمها القوائم هي بيانات تاريخية للأحداث الماضية لا تعكس متطلبات المستثمرين الذين يحتاجون إلى بيانات عن الفترة

التاريخية والجارية ليتمكنوا من إعداد تنبؤاتهم الخاصة. حيث أن الإدارة هي الوحيدة القادرة على إعداد تنبؤات موثوق بها وأن هذه التنبؤات تزيد من كفاءة الأسواق المالية.
وقد تكون الأرقام التي تعد عنها التنبؤات المالية هي أرقام الدخل وأرباح الأسهم رغم أنها قد تكون الأكثر صعوبة والأقل دقة لأنها تعتمد على الكثير من المتغيرات والافتراضات الشخصية ولكنها تعتبر ذات فائدة كبيرة لقرارات الاستثمار.[1]
عند نشر التنبؤات المالية يجب أن يفصح عن الافتراضات المستخدمة في إعدادها ويجب أن تتضمن التوقعات الخاصة بالصناعة والتغيرات في الظروف الاقتصادية.

2- الإفصاح عن المعلومات غير الكمية :

يعتبر الإفصاح عن المعلومات غير الكمية أكبر صعوبة من الإفصاح عن البيانات الكمية إما بسبب أهميتها النسبية أو ملائمتها .
والقرارات الملائمة هي التي تعطي وزنا أكبر في اتخاذها وقد تعتبر البيانات غير الكمية ملائمة استرشادا بملائمة البيانات الكمية التي ترتبط بها.[2]

3- الإفصاح عن السياسات المحاسبية :

يجب الإفصاح عن السياسات المحاسبية الهامة التي تتبع لإعداد وتصوير القوائم المالية (الميزانية – قائمة المركز المالي – قائمة الدخل أو حساب التشغيل والأرباح والخسائر وقائمة الموارد والاستخدامات وكذا الإيضاحات المرفقة (الملاحق) بالقوائم المالية والتي تعتبر جزءا لا يتجزأ من القوائم المالية).
ونظرا لكبر حجم المؤسسات الحالية وضخامتها، وتعدد الشركاء والمساهمين أصحاب حصص أو أسهم رأس المال، فقد أصبح لزاما على القائمين على إدارة المؤسسات إيجاد وسيلة لقياس النتائج وبالتالي تم تقسيم عمر المؤسسات إلى فترات متساوية يتم في نهاية كل فترة (سنة مالية) قياس الربح أو الخسارة.
وفي هذا السبيل فقد اجتهد القائمون على الأنظمة المالية لهذه المؤسسات لإيجاد أفكار منطقية متفق أو متعارف عليها تتفق في مجال استخدام المحاسبة وتمثل الأساس الذي تشتق منه المبادئ العلمية التي تتضمنها نظرية المحاسبة.
ونتج عن ذلك أن أصبحت القوائم المالية المنتشرة تنطوي على مجموعة من الافتراضات الأساسية التي لا يحتاج الأمر إلى النص عليها باعتبار أنها أصبحت تلاقي قبولا عاما عند المحاسبين ومستخدمي القوائم المالية وأنه يفرض استخدامها نظرا لضرورتها، فإذا لم تتبع هذه الافتراضات تعين الإفصاح عن ذلك مع ذكر الأسباب التي دعت إلى عدم استخدامه.
وتشمل السياسات المحاسبية المبادئ والأسس وطرق التطبيق التي تختارها إدارة المؤسسة لإعداد القوائم المالية :[3]

---

[1]- شفيق مصطفى، **الإفصاح في التقارير المالية**، [على الخط]، متاح على: < www.ksau.info/vb/archive/index.php/t-7185.html >، تاريخ التحميل: 2009/03/23.
[2]- نفس المرجع السابق.
[3]- محمود محمد عبد السلام البيومي، **المحاسبة والمراجعة في ضوء المعايير وعناصر الإفصاح في القوائم المالية**، الطبعة الأولى، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية ،مصر، 2003 ، ص: 13.

ونتيجة لكثرة وتعدد هذه الإجراءات أصبحت المقارنة المباشرة بين القوائم المالية أكثر صعوبة وكان هناك حل مقترح هو محاولة تخفيض تلك الإجراءات ولكن يصعب تحقيق هذا المقترح لاختلاف ظروف المؤسسات ولكن الحل هو الإفصاح عن تلك البدائل المختلفة.

ورغم ذلك فلقد أثبتت الدراسات أن المستثمرين لا يستطيعون في كل الأحيان من تعديل آثار الطرق والبدائل المختلفة لتمكنهم من المقارنة.

متى يتم الإفصاح عن السياسات المحاسبية ؟

- في حالة الاختيار بين البدائل المقبولة.
- في حالة أن هناك طرق أخرى متبعة أساسا من قبل المؤسسة التي تتداول نفس النشاط.
- في التطبيقات الجديدة وغير العادية لمبادئ المحاسبة المالية.

4- الإفصاح عن التغييرات المحاسبية:

يعتبر الثبات في استخدام السياسات المحاسبية أمرا مهما لتقييم أنشطة المؤسسة وإعداد التقارير المستقبلية في حالة التغيير يجب الإشارة إلى:[1]

أ) وصف التغيير.

ب) مبررات التغيير.

ج) تأثير التغير على القوائم المالية التي تم فيها التغيير، مع عدم تعديل القوائم المالية السابقة إلا في حالات استثنائية. وتتضمن التغيرات المحاسبية، التغيير في المبادئ المحاسبية والتغيير في التقديرات والتغيير في وحدة التقرير.

5- الإفصاح عن الأحداث التالية لصدور القوائم المالية:

باعتبار أن جميع الأرقام التي تتضمنها القوائم المالية مبدئية نظرا لعدم التأكد المرتبطة بالمستقبل ، لذلك فان كثير من الأحداث التي تلي تاريخ إعدادها تؤثر على صدق هذه القوائم لذلك فإنه يجب الإفصاح عن أي أحداث جوهرية معروفة بعد تاريخ إعداد هذه القوائم.

وتوجد ثلاثة أنواع من الأحداث هي:[2]

- الأحداث التي تؤثر مباشرة على المقادير الواردة بالقوائم " إفلاس أحد المدينين".
- الأحداث التي تؤثر على صدق قيم الميزانية وبصورة جوهرية على القوائم السابقة المستخدمة في إعداد التنبؤات المستقبلية (بنود تمثل جانبا كبيرا من إجمالي الميزانية).
- الأحداث التي تؤثر على العمليات أو القيم المستقبلية (توقيع عقود، سياسات إدارية جديدة).

6- الإفصاح عن أقسام مؤسسات الأعمال :

1- شفيق مصطفى، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:< www.ksau.info/vb/archive/index.php/t-7185.html >، تاريخ التحميل: 2009/03/23.

2- يوسف محمود جربوع، سالم عبد الله حلس، **المحاسبة الدولية "التطبيق العلمي لمعايير المحاسبة الدولية"**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2001، ص: 242.

نظرا لنمو مجالات الأعمال وتوسع المؤسسة الذي أدى إلى تكوين معلومات عن نشاطات متنوعة غير متجانسة أصبح من الصعب تقييم المؤسسات المختلطة والتنبؤ بأنشطتها المستقبلية.

ويتطلب المعيار (14)* لمجلس معايير المحاسبة المالية في حالات معينة عرض المعلومات الخاصة بالمؤسسة وصناعات معينة وكذلك عملياتها الأجنبية والخارجية وعملائها الرئيسيين.[1]

7- الحاجة إلى الإفصاح عن الأقسام:

نظرا لكبر حجم المؤسسات وتعدد الأقسام التابعة لها، تولدت الحاجة إلى الإفصاح عن مختلف هذه الأقسام حيث أنه:[2]

- يفيد في أغراض التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية والتي يمكن أن تستخدم في نماذج قرارات أو استثمار.
- يفيد في أغراض تقدير قيمة المؤسسة وتقييم المخاطر.
- يفيد في أغراض المقارنة بين نتائج مختلف الأقسام للمؤسسة.

لتوفر إمكانية المقارنة بين نتائج الأقسام، فإنه إذا كان المعيار هو النسبة المئوية لإجمالي الإيرادات، وكانت نتائج أحد الأقسام تمثل 50% أو أكثر من إيرادات المؤسسة، فإنه يتطلب الإفصاح عنه في المؤسسات الصغيرة مستقلا عن المؤسسة الأم. أما إذا كانت نسبة نتائج أحد الأقسام اقل من 10% من إيرادات المؤسسة، فلا يجب إعداد تقارير عنها بالمؤسسات الكبيرة حتى إذا كانت تعتبر مهمة لمؤسسة صغيرة.

وأقترح في مجلس معاير المحاسبة أن أي قسم صناعي يعتبر جوهريا إذا عبر عن نسبة 10 % وأكثر من إيرادات المؤسسة أو ربح التشغيل أو الأصول ويتوجب الإفصاح عن نتائجه.

وقد تكون المعلومات المفصح عنها الخاصة بأقسام النشاط التي تعتبر جوهرية، ملائمة للتقارير الخارجية. فقد تقوم الإدارة بإخفاء حقيقة أن الأقسام المربحة هي التي تقوم بتغطية الأقسام الأخرى غير المربحة، وتظهر النتائج المجمعة لكل الأقسام بأن المؤسسة في حالة ربح، وذلك حتى تستطيع التوسع والمنافسة مع المؤسسات الكبرى.

المطلب الرابع: طرق ونطاق الإفصاح المحاسبي.

حتى يتم الإفصاح عن ما هو مطلوب بشكل سليم، يجب معرفة الطرق التي يعتمد عليها معد هذه المعلومات للقيام بالإفصاح. وكذلك معرفة النطاق الواجب التقيد به.

1- طرق الإفصاحالمحاسبي:

من خلال تعريفنا للإفصاح نجد أنه يعتبر أمرا نسبيا، ولكن يجب أن يكون هو هدف القوائم المالية، لتقديمها إلى مستخدميها المختلفين. بأن تقدم بصورة ملخصة

---

*- **المعيار المحاسبي رقم 14:** التقارير المالية للقطاعات.

[1]- شفيق مصطفى، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:< www.ksau.info/vb/archive/index.php/t-7185.html >، تاريخ التحميل: 2009/03/23.

[2]- شفيق مصطفى، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:< www.ksau.info/vb/archive/index.php/t-7185.html >، تاريخ التحميل: 2009/03/23.

ومختصرة بشكل مقاييس كمية، والممثلة في القوائم الرسمية، ثم في شكل ملاحظات هامشية، لتوضيح أي بند من بنود القوائم وغيرها، ثم في جداول وقوائم ملحقة إضافية، كما يجب إظهار المعلومات الوصفية في شكل ملاحظات مختصرة تتضمنها القوائم المالية.

يمكن تبويب الطرق الشائعة للإفصاح كما يلي:[1]

أ- شكل وترتيب القوائم المالية.

ب- المصطلحات ونماذج العرض التفصيلي.

ج- المعلومات بين الأقواس.

د- الملاحظات الهامشية.

هـ-القوائم والجداول الملحقة.

و-التعليقات التي تتضمنها شهادة المراجع.

ز- خطاب رئيس المؤسسة أو رئيس مجلس الإدارة.

1-1 شكل وترتيب القوائم الرسمية:

تعد القوائم المالية هي أهم الأشكال التي يتم الإفصاح فيها. وهي تضم قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية والأموال، وقائمة الدخل والأرباح المحتجزة.

أ- قائمة المركز المالي: يتم ترتيب قائمة المركز المالي وتبويبها بالنسبة للأصول والخصوم بالتبويب الرئيسي وهي المتداولة وغير المتداولة، ولم تنص مبادئ المحاسبة المتعارف عليها على أي تبويب آخر.[2]

ب- قائمة الدخل: يمكن عرض قائمة الدخل إما بطريقة:[3]

* القائمة ذات المرحلة الواحدة والتي يتم فيها جمع كافة المصروفات وكافة الإيرادات وتعتبر فيها أرقام مجمل الربح وصافي الأرقام المرحلية الأخرى مضللة.

* أو قائمة الدخل المتعددة المراحل وتعرض بالتبويب التالي:

- نتائج الأعمال المستمرة.

- نتائج الأعمال غير المستمرة أو المتوقفة.

-المكاسب أو الخسائر غير العادية.

-التأثير المتراكم للتغيرات في السياسات المحاسبية.

جـ- قائمة التدفقات النقدية والأموال: يمكن عرض معلومات ملائمة في قائمة التدفقات النقدية ويكون تبويب المدفوعات النقدية أكثر ملائمة لأغراض التنبؤ إذا وضعت في مجموعات طبقا لسلوكها.[4]

د- قائمة الأرباح المحتجزة:

---

[1]- شفيق مصطفى، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:< www.ksau.info/vb/archive/index.php/t-7185.html >، تاريخ التحميل: 2009/03/23.

[2] - J.F. DES ROBERT, F.MECHIN , H.PUTEAUX, **NORMES IFRS ET PME ,** ORDRE DES EXPERTS-COMPTABLES PARIS , ETIDION DUNOD, 2004 , P : 108.

[3] - IBID, P : 109.

[4] - J.F. DES ROBERT, F.MECHIN , H.PUTEAUX, OP.CIT, P : 109.

قائمة الدخل وقائمة الأرباح المحتجزة تعتبران الحد الأدنى لعرض نتائج أعمال المؤسسة إلا أنه لم ينص المعيار المحاسبي الدولي رقم (01)* على محتويات وتفاصيل قائمة الأرباح المبقاة.[1]

2-1 المصطلحات والعرض التفصيلي:

تعتبر المصطلحات والأوصاف المستخدمة في القوائم المالية مهمة لتوصيل المعلومات إلى مستخدميها، لذلك يجب استخدام الأوصاف والمصطلحات الملائمة التي تحوي معاني دقيقة وواضحة قدر الإمكان.
وأيضا استخدام المصطلحات الفنية الشائعة والمتداولة يعتبر مفيدا كما ونظما للفترة القصيرة التي يكون فيها المستخدم مركزا انتباهه على القائمة، فيجب تلخيص تلك البيانات بعبارات واضحة مع مراعاة الأهمية النسبية للبند موضوع الإفصاح دون الإنقاص من أي معلومة تفيد المستخدم.[2]

3-1 المعلومات بين الأقواس:

يجب أن تعرض معظم المعلومات المهمة في صلب القوائم المالية بدلا من عرضها في شكل ملحوظات أو جداول ملحقة، إلا في حالة تعذر وصف المعلومات بشكل مختصر فيمكن عرضها في شروح تفصيلية ملحقة بالقوائم. حيث تعرض البيانات غير الكمية في ملاحظات بين الأقواس وتتضمن:[3]

* مؤشر عن إجراء معين أو طريقة تقييم.
* الخصائص التي تفضي أهمية نسبية للعنصر مثل رهن أصل أو غيرها.
* التفاصيل الخاصة بمقدار واحد أو أكثر من العناصر التي يتضمنها التبويب المدرج بالقائمة.
* القيم البديلة مثل سعر السوق.
*الإشارة إلى ظهور البند في قائمة أخرى.

4-1 الملاحظات الهامشية:

تعتبر الملاحظات الهامشية تحسينا في عملية إعداد التقارير لأنها أدت إلى إفصاح أكثر اكتمالا عن الأحداث لا مالية ولكنها قد تعوق من ناحية أخرى فهم القوائم إذا تم التركيز عليها أكثر من المعلومات المعروضة في صلب القوائم.[4]
لذلك يجب أن يكون هدف الملاحظات هو عرض المعلومات التي لا يمكن عرضها في صلب القوائم كما يجب أن لا تستخدم كبديل للتبويب الصحيح أو التقييم في القوائم كما يجب عدم تكرارها.وتتمثل مزاياها فيما يلي:

---

*- **المعيار المحاسبي الدولي رقم (01)**: عرض وإعداد القوائم المالية.

[1] - IBID, P : 109.

[2]- شفيق مصطفى، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:< www.ksau.info/vb/archive/index.php/t-7185.html >، تاريخ التحميل: 2009/03/23.

[3]- نفس المرجع السابق.

[4]- شفيق مصطفى، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:< www.ksau.info/vb/archive/index.php/t-7185.html >، تاريخ التحميل: 2009/03/23.

- عرض المعلومات غير الكمية كجانب مكمل للتقرير المالي.
- الإفصاح عن القيود والتحفظات.
- الإفصاح عن اكبر قدر من التفاصيل.
- الإفصاح عن المعلومات ذات الأهمية الثانوية.

أما العيوب الرئيسية للملاحظات الهامشية فهي:

- صعوبة قراءتها وفهمها.
- تعتبر الأوصاف الحرفية أكثر صعوبة في اتخاذ القرارات من البيانات الكمية.
- تؤدي كثرتها إلى تعقيد فهم تلك الملاحظات.

5-1 القوائم الملحقة والجداول :

لكي يتم تلخيص البيانات المالية باختصار يكفي أن تعرض في شكل جداول ملحقة لتكون مفهومة للقارئين الملمين، في جزء مستقل عن القوائم يسمى أضواء على العناصر المالية أو تعرض في شكل أخر يسبق التقارير الرسمية، وهي تعتبر اقل أهمية من المعلومات المعروضة في القوائم والملاحظات الهامشية، ويمكن استخدام الملاحق والجداول كطرق لتطوير وتجريب أشكال وقوائم جديدة، مثل القائمة التي يوصي بها المؤلف وتحوي التغيرات في الأسعار الخاصة بالعمليات المالية للمؤسسة.[1]

6-1 شهادة المراجع:

لا يعتبر تقرير المراجع مكانا للإفصاح لكنه يؤدي دوره من النواحي التالية:[2]

- يبين الآثار الناتجة من استخدام السياسات المحاسبية المختلفة.
- يبين الأثر من التغير في السياسات المحاسبية.
- اختلافات الرأي بين الإدارة والمراجع حول الطرق المتبعة.

7-1 خطاب رئيس المؤسسة:

يمكن أن يعرض خطاب رئيس المؤسسة أنواع مفيدة من المعلومات منها:[3]

- الأحداث غير المالية والتي تؤثر على أعمال المؤسسة.
- التوقعات الخاصة بالظروف المحيطة بالمؤسسة ودورها فيها.
- خطط النمو والتغيرات في العمليات في الفترة أو الفترات التالية.
- المقدار المتوقع للنفقات الرأسمالية، والجهود المبذولة في البحوث الجارية .

2- نطاق الإفصاح المحاسبي:

يتضمن الإفصاح كافة المجالات المرتبطة بالنشاط اليومي للمؤسسة ومن أهمها:

---

[1] - J.F. DES ROBERT, F.MECHIN , H.PUTEAUX, OP.CIT , P : 116.

[2]- محمود محمد عبد السلام البيومي، مرجع سابق، ص: 156.

[3]- شفيق مصطفى، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:< www.ksau.info/vb/archive/index.php/t-7185.html >، تاريخ التحميل: 2009/03/23.

1-2 الإفصاح عن السياسات الداخلية والخارجية المتبعة في المؤسسة أهمها[1]:

أ- سياسات التوظيف والتعيين: والتي يجب أن تظهر شروط التعيين وإجراءاته وسياسات التوظيف وسلم الدرجات الوظيفية والترقيات. كل هذه المعلومات هدفها الوضوح في إبراز سياسات المؤسسة إلى المنتسب خاصة حديثي التعيين وهذا من شأنه أن يكون عامل استقرار لجميع منتسبي المؤسسة .

ب- سياسات الأجور: وتتضمن إبراز نظام الرواتب والأجور ومساهمات المنظمة في دعم المستوى المعيشي للمنتسب ومعلومات عن نظام الحوافز والعلاوات السنوية وهذا من شأنه أن يزيل الغموض لدى منتسبي الشركة بحيث أن كل منتسب يعرف جيدا سلم الرواتب والأجور المتبع.

جـ- سياسات الإقراض والاقتراض: وتتضمن البرامج الاقراضية وشروطها وكيفية منحها والوثائق المطلوبة والإجراءات التي يجب أن يتبعها المقترض ومدة القرض والفوائد المطبقة وكذلك الحال بالنسبة للإقراض من الغير الذي يجب أن يبين الجوانب الاقتصادية ومجالات الاستثمار لهذه القروض والاستخدام الأفضل لها والتأكد من نسبة عائد الربح على المبالغ المقترضة بحيث تغطي كلفة الإقراض المتمثلة بالفوائد المدفوعة وكلف التشغيل..... الخ.

د- سياسات التوزيع والتسويق: وهي سياسات مهمة جدا لحياة المنظمة سواء كانت منتجاتها خدمات أو منتجاتها عينية، ولهذا فان الإفصاح بهذا الموضوع يحتل أهمية كبيرة، نظرا لنشر محتوى سياسات التوزيع والتسويق والتي يدخل ضمنها سياسات التسعير وميزات المنتجات ومواصفاتها وطرق التسويق المعتمدة والوكلاء المعتمدون وفيما إذا حصلت المؤسسة على تصنيف الايزو العالمي مما يدعم مركز وقوة السلع والخدمات التنافسية في السوق المحلي والعالمي.

2-2 الإفصاح المالي:

وهو لا يقل أهمية عن الإفصاح عن السياسات المشار إليها إذ يهتم بهذا الإفصاح الكثير من الجهات الداخلية والخارجية التي تتعامل مع المنظمة ومن أهم جوانب الإفصاح المالي:[2]

أ- الإفصاح عن القروض والمنح التي حصلت عليها المؤسسة والجهات المقرضة والمانحة مع تفاصيل القروض الممنوحة ومجالات استخدامها وشروط الإقراض وأسعار الفائدة إن وجدت وطرق التسديد لأصل القروض والفوائد.

ب- الإفصاح عن المجالات الاستثمارية التي ستقوم بها المؤسسة في توظيف مواردها الذاتية والخارجية.

---

[1]- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص ص: (71-73).

[2]- رحيم حسين معارج، **نطاق الإفصاح**، جريدة المدى العراقية، [على الخط]، متاح على:

< www.almadapaper.net/paper.php?source=akbar&mlf=copy&sid=40041> ، تاريخ التحميل: 2009/03/18.

ج- الإفصاح عن الأوضاع المالية والحسابات الختامية في نهاية السنة المالية
.

د- الإفصاح عن بعض الأمور الجوهرية في الحسابات الختامية مثل الإفصاح عن فقرات رواتب ومكافئات أعضاء مجلس الإدارة والمدير المفوض وأعلى رواتب تقاضاها عدد من موظفي الشركة حسب المتطلبات القانونية.

ه- الإفصاح عن الأرباح والخسائر التي حققتها المؤسسة وأسباب الخسائر في حالة تحقيق خسائر في نهاية السنة المالية.

و- الإفصاح عن أبرز المخاطر التي تعرضت أو تتعرض لها المؤسسة واقتراح سبل معالجتها.

ز- الإفصاح عن تقييم الموجودات والمطلوبات إذا كانت مسجلة بالعملات الأجنبية وفيما إذا تم تحقيق أرباح أو خسائر ومقدارها كنتيجة للتقييم.

ي- الإفصاح عن الأساليب والسياسات المحاسبية المتبعة مثل طرق تقييم المخزون في نهاية السنة وطرق احتساب الاندثارات والاطفاءات ومدى الاستمرارية في اعتماد نفس السياسات وتأثير تغييرها على المركز المالي للمؤسسة في نهاية السنة المالية.

المبحث الثالث: إعداد وعرض القوائم المالية.

تطبيقا لمبدأ الإفصاح المحاسبي الذي تطالب به المعايير المحاسبية الدولية في المعيار المحاسبي الأول، وكذلك مختلف الجهات المتعاملة مع المؤسسة. كان لا بد من توفر أدوات لعرض هذا الإفصاح لمختلف هذه الفئات.

ولعل من أهم هذه الأدوات استخداما وأنجعها على مدى الزمن كانت القوائم المالية المعبرة عن وضع المؤسسة المالي، ومختلف الأحداث المالية.

المطلب الأول: ماهية القوائم المالية.

لتوضيح ماهية القوائم المالية، ومعرفة مختلف جوانبها سوف نتطرق لتعريف القوائم المالية، وكذا أهدافها والخصائص التي يجب أن تتحلى بها القوائم المالية، وكذلك الصفات الواجب توفرها.

1- تعريف القوائم المالية:

تعرف القوائم المالية ذات الأغراض العامة بأنها القوائم المعدة لاستفاء احتياجات المستخدم الذي لا يكون في وضع يسمح له بطلب تقارير تعد خصيصا للوفاء بمتطلباته الخاصة، وتتضمن القوائم المالية ذات الغرض العام تلك القوائم التي تقدم ضمن تقارير لها صفة العموم مثل التقرير السنوي أو نشرة الاكتتاب.

تمثل القوائم المالية عموما عرضا هيكليا ذو طابع مالي لمركزها المالي وما أنجزته من معاملات.

وتهدف القوائم المالية ذات الأغراض العامة إلى توفير المعلومات عن المركز المالي ونتائج النشاط والتدفقات النقدية التي تفيد قطاع عريض من مستخدمي القوائم المالية في اتخاذ القرار، كما تساعد أيضا في إظهار نتائج أعمال استخدام الإدارة للموارد المتاحة لها.

ولتحقيق هذا الهدف فإن القوائم المالية تعطي بيانات عن الآتي:[1]

- حقوق الملكية.
- الإيرادات والمصروفات متضمنة المكاسب والخسائر.
- التدفقات النقدية.

وتساعد هذه المعلومات بالإضافة إلى المعلومات الأخرى الواردة في الإيضاحات المتممة للقوائم المالية، مستخدمو القوائم المالية في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة وخاصة توقيت واحتمالية توليد نقدية أو ما في حكمها.
هذا وتقع مسؤولية إعداد وعرض القوائم المالية على مجلس إدارة المؤسسة و/أو الجهاز الإداري المعتمد للمؤسسة.

2- أهداف وخصائص القوائم المالية:

ورد في الإطار النظري الذي أعدته لجنة معايير المحاسبة الدولية لإعداد القوائم المالية أن القوائم المالية تهدف إلى توفير معلومات حول المركز المالي، والأداء والتغيرات في المركز المالي للمؤسسة وتكون مفيدة لمستخدمين متنوعين في صنع القرارات الإدارية وفي اتخاذ القرارات الاقتصادية.
كذلك ورد في نفس الإطار ما يفيد أن القوائم المالية المعدة لذلك تلبي حاجة المعلومات لدى غالبية قراء القوائم المالية، ولكنها لا توفر كافة المعلومات الضرورية لقراء القوائم المالية من أجل مساعدتهم في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية لأنها تعكس الآثار المالية للأحداث السابقة ولا توفر معلومات غير مالية.
ولكن القوائم المالية تظهر نتائج عمل الإدارة وتساعد على محاسبة الإدارة عن الموارد الموضوعة في عهدتها مما يساعد قراء القوائم المالية على اتخاذ قراراتهم حول الاستمرار في الاستثمار في المؤسسة أو التنازل عنها وبيعها والاتجاه نحو مؤسسة أخرى والتصويت على الإبقاء على الإدارة أو عزلها.
كما نص الإطار المذكور على الخصائص النوعية للقوائم المالية وعرض أهمها كما يلي:

- **القابلية للفهم:** إن إحدى الخصائص الأساسية للمعلومات الواردة بالقوائم المالية هي قابليتها للفهم المباشر من قبل مستخدمي تلك القوائم، لهذا الغرض فإن من المفترض أن يكون لدى المستخدمين مستوى معقول من المعرفة في الأعمال والنشاطات الاقتصادية والمحاسبية وإن لديهم الرغبة في دراسة المعلومات بقدر معقول من العناية. وعلى كل حال، فإنه يجب عدم استبعاد المعلومات حول المسائل المعقدة التي يجب إدخالها في القوائم المالية إن كانت ملائمة لحاجات صانعي القرارات الاقتصادية بحجة أنه من الصعب فهمها من قبل بعض المستخدمين.[2]

[1]- أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص: (92-93).
[2]- يوسف محمود جربوع، سالم عبد الله حلس، مرجع سابق، ص: 77.

- **الملائمة:** وتكون المعلومات ملائمة عندما تفيد في اتخاذ القرارات لدى قراء القوائم المالية ومساعدتهم في تقييم الأحداث المتعلقة بالمؤسسة سواء أكانت ماضية أم حاضرة أم مستقبلية وتوفير إمكانية إعمال التنبؤات.[1]
- **الموثوقية:** ويقصد بذلك خلوها من الأخطاء الفادحة والتحيز وتوفير إمكانية الاعتماد عليها كمعلومات صادقة وتمثل المعلومات بصدق وتعرض نتائج المحاسبة عن العمليات وتقدمها طبقا لجوهرها وحقيقتها الاقتصادية وأن تكون محايدة وخالية من التحيز وتتخذ الإجراءات الضرورية في حالات عدم التأكد من خلال ممارسة سياسة الحيطة والحذر. وعرض المعلومات بشكل كامل ضمن حدود الأهمية النسبية والتكلفة وعدم حذف أي معلومات تؤثر على القرارات الاقتصادية لقرائها.[2]
- **القابلية للمقارنة:** يجب أن يكون قراء القوائم المالية قادرين على إجراء المقارنة البيانات المالية للمؤسسة عبر الزمن من أجل تحديد الاتجاهات في المركز المالي وفي الأداء. كما يكون باستطاعتهم مقارنة القوائم المالية للمؤسسات الأخرى من أجل أن يقيموا مراكزها المالية النسبية، والأداء والتغيرات في المركز المالي.[3]

3- صفات القوائم المالية:

لكي تتمكن المعلومات المحاسبية المعروضة في القوائم المالية من تحقيق هدفها في الإفصاح لجميع مستخدمي وقراء القوائم يجب أن تتمتع بالصفات التالية :[4]

أ- الشمولية: تشير هذه الخاصة إلى شمولية القوائم المالية على المعلومات حيث تستعمل المعلومات الشاملة للإجابة على كل الاستفهام لأن عدم القدرة على إعطاء الإجابة الصحيحة والسليمة يدل على عدم شمولية هذه المعلومات.

ب- الدقة: من أهم خصائص المعلومات الجيدة الدقة في وصف وتصوير المركز المالي للمؤسسة موضوع الدراسة وتحديد مصادر التدفقات النقدية الداخلة وأوجه تصريف التدفقات النقدية الخارجة.

جـ - الملائمة: ما يميز هذه الخاصية هو أن تكون المعلومات مرتبطة ووثيقة الصلة بالقرارات التي يتم اتخاذها والمعلومات المحاسبية هي التي تكون قادرة على إيجاد فرق في قرارات المستثمرين والدائنين وتتأثر الملائمة في المعلومات بطبيعتها وأهميتها.

د - التوقيت: ويقصد بذلك أنه يجب توفير المعلومات لمتخذي القرار قبل أن تفقد قدرتها في التأثير على القرارات المتخذة لذلك لا بد من مراعاة التوقيت في إعداد وعرض القوائم المالية.

---

[1]- حسين القاضي، مأمون حمدان، **المحاسبة الدولية ومعاييرها**، الطبعة الأولى/ الإصدار الأول، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان الأردن، 2008، ص: 274.

[2]- نفس المرجع السابق، ص: 275.

[3]- يوسف محمود جربوع، سالم عبد الله حلس، مرجع سابق، ص: 80.

[4]- لطيف زيود، حسان قيطيم، ط. نغم أحمد فؤاد مكية، مرجع سابق، ص: 182.

هـ - الوضوح: يقصد بالوضوح خلو المعلومات المعروضة في القوائم المالية من الغموض والالتباس بحيث يسهل على مستخدمي القوائم المالية فهمها بسهولة وبسرعة لتكون أكثر فائدة .

المطلب الثاني: مكونات القوائم المالية.

تتضمن القوائم المالية المتكاملة المكونات التالية:[1]

- الميزانية أو قائمة المركز المالي.
- قائمة الدخل.
- قائمة التدفقات النقدية.
- قائمة تظهر كافة التغيرات في حقوق الملكية.
- السياسات المحاسبية المتبعة والإيضاحات.

هذا وتقوم إدارة المؤسسة بإعداد تقرير منفصل عن القوائم المالية تستعرض فيه الصورة العامة للأداء المالي والمركز المالي للمؤسسة وظروف أهم حالات عدم التأكد التي تواجهها.

بجانب القوائم المالية، من المفضل أن تقدم المؤسسات معلومات إضافية مثل التقارير البيئية وتقارير القيمة المضافة خاصة بالنسبة للصناعات التي تعد فيها العوامل البيئية مؤثرة وكذلك الأمر عندما يمثل العاملون فئة هامة من فئات مستخدمي القوائم المالية.

ويتعين توفير مثل هذه المعلومات عندما يتبين للإدارة أهميتها لمستخدمي القوائم المالية في اتخاذ القرارات الاقتصادية.

1- قائمة المركز المالي (الميزانية):

نص المعيار المحاسبي الدولي رقم 1* على المعلومات التي يجب عرضها في صلب الميزانية العامة كحد أدنى وهي ما يلي:[2]

أ- الممتلكات والتجهيزات والمعدات.
ب- الموجودات غير الملموسة.
ج- الموجودات المالية عدا الواردة في البنود (د، و، ز) الواردة لاحقا.
د- الاستثمارات التي يتم المحاسبة عنها بتطبيق طريقة حقوق الملكية.
ه- المخزونات.
و- الذمم التجارية المدنية والذمم المدنية الأخرى.
ز- النقد ومعادل النقد.
ي- الذمم التجارية الدائنة والذمم الدائنة الأخرى.
م- الالتزامات والموجودات الضريبية.
ن- المخصصات.
س- الالتزامات غير المتداولة المنتجة للفائدة.
ع- حصة الأقلية.

---

[1]- يوسف محمود جربوع، سالم عبد الله حلس، مرجع سابق، ص:72.

* **المعيار المحاسبي الدولي رقم (01):** إعداد وعرض القوائم المالية.

[2] - Catherine Maillet , **NORMES COMPTABLES INTERNATIONALES IAS/IFRS,** Edition FOUCHER, VANVES , 2005 , PP : (16-17).

ص- رأس المال الصادر والاحتياطات.

كما يجب عرض البنود والعناوين والمجاميع الفرعية في صلب الميزانية عندما يتطلب معيار محاسبة دولي ذلك، أو عندما يكون هذا العرض ضروريا لإجراء عرض عادل للمركز المالي للمؤسسة. كما أن هذا المعيار لا يبين الترتيب أو الشكل الذي تقدم به البنود.

هذا بالإضافة إلى معلومات أخرى يفصح عنها إما في صلب الميزانية العمومية أو في الإيضاحات.

2- قائمة الدخل:

نص المعيار رقم **(1)** على البنود الواجب عرضها كحد أدنى في قائمة الدخل، وهي:[1]

أ. الإيراد.

ب. نتائج الأنشطة التشغيلية.

ج. تكاليف التمويل.

د. حصة الشركات الزميلة والمشاريع المشتركة في الأرباح والخسائر التي تمت محاسبتها باستخدام طريقة حقوق الملكية.

ه. المصروف الضريبي.

و. الربح أو الخسارة من الأنشطة العادية.

ز. البنود غير العادية.

ي. حصة الأقلية.

ع. صافي الربح أو الخسارة للفترة.

يجب عرض البنود الإضافية والعناوين والمجاميع الفرعية في صلب قائمة الدخل حينما يتطلب ذلك معيار محاسبي دولي، أو عندما يكون هذا العرض ضروريا من أجل العرض العادل للأداء المالي للمؤسسة.

3- قائمة التدفقات النقدية:

نص المعيار المحاسبي الدولي رقم **(7)*** على عرض قائمة التدفقات النقدية وذلك بتصنيف التدفقات النقدية وفق الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية. وقد عرف المعيار المذكور التدفقات النقدية بأنها التدفقات الداخلة والخارجة من النقدية وما يعادلها. كما عرف أنواع الأنشطة كما يلي:[2]

3-1 أنواع أنشطة التدفقات النقدية:

تختلف أنواع التدفقات النقدية حسب الأنشطة التي تولدها ويمكن أن نحصرها في ثلاث أنشطة رئيسية في المؤسسة هي:

3-1-1 الأنشطة التشغيلية:

هي الأنشطة الرئيسية لتوليد الإيراد في المؤسسة والأنشطة الأخرى التي لا تعتبر من الأنشطة الاستثمارية أو التمويلية.

---

[1] - Catherine Maillet , OP.CIT , P :20.

* **المعيار المحاسبي الدولي رقم (7):** يتعلق بقائمة التدفقات النقدية.

[2]- حسين القاضي، مأمون حمدان، مرجع سابق، ص ص: (273-278).

3-1-2 الأنشطة الاستثمارية:

هي تلك المتمثلة في امتلاك الأصول طويلة الأجل والتخلص منها وغيرها من الاستثمارات التي لا تدخل ضمن البنود التي تعادل النقدية.

3-1-3 الأنشطة التمويلية:

هي الأنشطة التي ينتج عنها تغيرات في حجم ومكونات ملكية رأس المال وعمليات الاقتراض التي تقوم بها المؤسسة.

3-2- طرق إعداد قائمة التدفقات النقدية:

عرض المعيار المذكور طريقتين لإعداد قائمة التدفقات النقدية يجب على المؤسسات اختيار إحداهما وهما: الطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة.

- **الطريقة المباشرة:**

وتقوم هذه الطريقة على عرض الأنواع الرئيسية لإجمالي المقبوضات النقدية وإجمالي المدفوعات النقدية موزعة وفقا للأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية.

- **الطريقة غير المباشرة:**

وتنطلق هذه الطريقة من رقم صافي الربح (أو الخسارة) حيث تقوم بتعديله بآثار العمليات ذات الطبيعة غير النقدية وبأية مبالغ مؤجلة أو مستحقة عن مقبوضات أو مدفوعات نقدية تشغيلية في الماضي أو المستقبل وكذلك بنود الدخل أو المصروفات المتعلقة بالتدفقات النقدية الاستثمارية أو التمويلية.

4- قائمة التغيرات في حقوق الملكية:

كما جاء في المعيار المحاسبي الدولي رقم **(1)** المعدل –عرض القوائم المالية- فإن المؤسسة يجب أن تقدم هذه القائمة كمكون مستقل في القوائم المالية إلى جانب القوائم المالية التقليدية، وهذه القائمة تحتوي على ما يأتي:[1]

أ- الربح أو الخسارة الصافية عن الفترة.

ب- بنود الدخل (شاملة المكاسب) والمصروفات (شاملة الخسائر) والتي يتم الاعتراف بها ضمن حقوق الملكية –حسب نص هذا المعيار- ومجموع هذه البنود.

ج- الأثر التراكمي للتغيرات في السياسة المحاسبية وتصحيح الأخطاء الجوهرية (عندما يتم اختيار أسلوب المعالجة القياسية والتطبيق بأثر رجعي وتسوية الأرباح المحتجزة في أول المدة على التوالي وفقا للمعيار المحاسبي الدولي رقم **(8)**.

د- معاملات رأس المال والتوزيعات الرأسمالية مع/ إلى ملاك المؤسسة.

ه- رصيد الربح أو الخسارة المتراكمة في أول المدة وفي تاريخ الميزانية والتحركات خلال الفترة.

---

[1]- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص ص: (159 -160).

و- التسوية أو المطابقة بين المبالغ المتغيرة لكل فئة من فئات رأس المال المملوك وعلاوة إصدار الأسهم وكل احتياطي في بداية ونهاية المدة مع الإفصاح على حدة عن كل حركة أو تصرف.

المطلب الثالث: المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في القوائم المالية.

سوف نتناول المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في مجموعة القوائم المالية، حيث يجب أن تكون هذه القوائم واضحة وسهلة الفهم لمن يستخدمونها حتى يمكن لهم أن يعتمدوا عليها في اتخاذ قراراتهم، وتتناول المعايير المحاسبية الدولية الحد الأدنى للمعلومات التي يتعين الإفصاح عنها.

1- المعلومات العامة التي يتناولها الإفصاح:

يجب الإفصاح عن كافة المعلومات التي تعتبر ضرورية لكي تكون القوائم المالية واضحة وميسورة الفهم.[1]

- يجب ذكر اسم المؤسسة، موطن تأسيسها أو جنسيتها، الفترة التي تغطيها القوائم المالية وتاريخ الميزانية، كما يجب الإفصاح عن طبيعة نشاط المؤسسة، وشكلها القانوني، نوع العملة التي أعدت على أساسها القوائم المالية.
- يجب إضافة المعلومات التي توضح طبيعة البنود وأساس تبويبها.
- لا يجوز إدماج البنود الهامة في بعضها البعض، أو إجراء المقاصة فيما بينها دون الإفصاح عن كل منها على حدة.
- يجب أن تفصح القوائم المالية عن أرقام المقارنة للفترة المالية السابقة.

2- المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في الميزانية:

2-1- معلومات ذات طبيعة عامة:

وتتشمل ما يلي:[2]

أ. القيود على ملكية الأصول.
ب. الضمانات المقدمة مقابل الالتزامات.
ج. الطرق المتبعة لتمويل المعاشات ومكافآت التقاعد.
د. الأصول المحتملة والالتزامات المحتملة.
ه. الارتباطات الرأسمالية في الفترات المقبلة.

2-2- المعلومات المتعلقة بالأصول طويلة الأجل:

---

[1]- محمود محمد عبد السلام البيومي، مرجع سابق، ص: 67.
[2]- نفس المرجع السابق، ص ص:(67-68).

أ- العقارات والممتلكات الثابتة والآلات والمعدات يجب أن تفصح الميزانية عن البنود الآتية على حدة:[1]

- الأراضي والمباني.
- الآلات والمعدات.
- الأصول الثابتة الأخرى.
- مجمع الإهلاك.

كما يجب الإفصاح عما تضمنته هذه البنود من الأصول المستأجرة، والأصول التي تم اقتناؤها بالتقسيط.

ب- الأصول طويلة الأجل الأخرى:

يجب أن تفصح الميزانية عن البنود المبينة فيما يلي –كل على حده- على أن يتضمن الإفصاح الأساس المتبع لإهلاك كل منها، وفترة الإهلاك وما طرأ على كل منها من التخفيض غير العادي خلال الفترة التي تعد عنها القوائم المالية.

ب –أ- الاستثمارات طويلة الأجل:

- الاستثمارات في الشركات التابعة.
- الاستثمارات في الشركات الشقيقة.
- الأصول الأخرى مع بيان قيمتها السوقية إذا كانت مختلفة عن قيمتها الظاهرة في الميزانية.

ب-ب- المدينون وأوراق القبض:

- الحسابات المدينة لدى العملاء.
- الحسابات المدينة لدى المديرين.
- الحسابات المدينة فيما بين الشركة الأم والشركات التابعة.
- حسابات مدينة أخرى.
- المخزون السلعي.

ب –ج- شهرة المحل:

- حقوق الاختراع والعلامات التجارية وما في حكمها.
- المصروفات المؤجلة (المرحلة لسنوات قادمة) مثل مصروفات التأسيس، ومصروفات إعادة التنظيم، والضرائب المستحقة.

3-2- الأصول المتداولة:

يجب الإفصاح عن الأصول المبينة فيما يلي –كل على حدة-:[2]

---

[1]- محمود محمد عبد السلام البيومي، مرجع سابق، ص ص:(68-69).
[2]- محمود محمد عبد السلام البيومي، مرجع سابق، ص: 69.

أ. النقدية وتشمل النقدية بالخزينة والحسابات الجارية بالبنوك ويجب الإفصاح عن قيمة الأرصدة النقدية التي يمكن سحبها فورا مثل الأرصدة المجمدة.

ب. استثمارات قصيرة الأجل ويتم الإفصاح عن قيمتها السوقية إذا كانت مختلفة عن قيمتها الظاهرة في الميزانية.

2-4- الالتزامات طويلة الأجل:

يتم الإفصاح عن البنود المبينة فيما يلي –كل على حده- وذلك بعد استبعاد الأجزاء أو الأقساط التي تستحق السداد خلال سنة واحدة.[1]

أ. القروض المضمونة برهن.

ب. القروض غير المضمونة برهن.

ج. القروض فيما بين الشركة الأم والشركات التابعة.

د. القروض المستحقة للشركات الشقيقة.

كما يجب أن تتضمن أسعار الفائدة على هذه القروض وشروط سداد كل منها وإمكانات تحويل هذه القروض إلى مساهمات وقيمة علاوة أو خصم إصدار السندات.

2-5- الالتزامات القصيرة الأجل:

وتضم فيها مايلي:[2]

أ. القروض والتسهيلات المصرفية والسحب على المكشوف.

ب. أقساط (أو أجزاء) الالتزامات الطويلة الأجل التي تستحق السداد خلال سنة واحدة.

ج. الدائنون وأوراق الدفع وتشمل:

ج. أ. الموردون (أوراق دفع وديون مستحقة للموردين).

ج.ب. أعضاء مجلس الإدارة والمديرين.

ج.ج. أوراق الدفع والديون فيما بين الشركة الأم والشركات التابعة.

ج.د. ضرائب الدخل وتوزيعات الأرباح المستحقة والمستحقات الأخرى للغير.

2-6- الالتزامات الأخرى والمخصصات:

ويتم الإفصاح عن بنود الالتزامات والمخصصات والمستحقات الهامة – كل على حده- ومن أمثلتها الضرائب المؤجلة السداد، الإيرادات المحصلة مقدما، الأموال المخصصة لصناديق المعاشات.[3]

2-7- حقوق المساهمين:

ويتم الإفصاح عن البنود الآتية:[4]

2-7-1- أسهم رأس المال ويتم الإفصاح عن المعلومات الآتية:

أ- الجزء غير المدفوع من أسهم رأس المال.

---

[1]- نفس المرجع السابق، والصفحة.

[2]- نفس المرجع السابق، ص: 70.

[3]- محمود محمد عبد السلام البيومي، مرجع سابق، ص:70.

[4]- نفس المرجع السابق، ص ص: (70-71).

ب- القيمة الاسمية للسهم.
ج- التغيرات التي طرأت على حسابات أسهم رأس المال خلال الفترة المالية.
د- الحقوق والامتيازات أو القيود المتعلقة بتوزيع الأرباح ورد رأس المال.
ه- توزيعات الأرباح المتجمعة المستحقة لحملة الأسهم الممتازة.
و- الأسهم التي أعادت المؤسسة شراؤها.
ي- الأسهم المحجوزة للإصدار مستقبلا وفقا لما تقضي به عقود البيع، والاختيارات المتاحة، مع بيان شروط الإصدار وقيمة السهم.

2-7-2- حقوق الملكية الأخرى، وتشمل:

أ- علاوة إصدار الأسهم المدفوعة.
ب- الفائض الناتج عن إعادة التقويم.
ج- الاحتياطيات.
د- الأرباح المحجوزة.

وذلك مع بيان التغيرات التي طرأت على كل هذه البنود خلال الفترة المالية والقيود المقررة على توزيعها.

3- المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في قائمة الدخل:

تتكون المكونات الرئيسية لقائمة الدخل من عنصرين رئيسيين هما الإيرادات والمصروفات، وتشمل الإيرادات كافة الأرباح والمكاسب المتولدة نتيجة مباشرة المؤسسة لنشاطها الرئيسي أو التي قد تنشأ من مزاولتها لأية أنشطة أخرى، أما المصروفات فتتمثل في كافة المصروفات والخسائر التي قد تنشأ من مزاولة النشاط الرئيسي لها أو من خلال أنشطة أخرى.[1]

وطبقا للمعايير المحاسبية يوجد أسلوبين للإفصاح عن البنود التي تظهر في قائمة الدخل هما:[2]

الأسلوب الأول: أسلوب الشمول والذي يتطلب أن تشمل رقم صافي الربح على البنود المتكررة والبنود غير المتكررة، مع مراعاة الإفصاح عن كل مبلغ على حدة.

الأسلوب الثاني: أسلوب الأداء الجاري ويتطلب استبعاد البنود غير المتكررة، وتظهر عادة بعد الوصول لرقم صافي الربح أو تظهر كتسوية للأرباح المحتجزة ويسهل ذلك الأسلوب من المقارنات.

وقد أوجبت تلك المعايير الإفصاح عن البنود المماثلة لعناصر قائمة الدخل لكل بند على حدة:[3]

أ- المبيعات وإيرادات النشاط الأخرى.
ب- الإهلاك.

---

[1]- أمين السيد أحمد لطفي، **التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الاسكندرية، مصر، 2005، ص: 261.
[2]- نفس المرجع السابق والصفحة.
[3]- نفس المرجع السابق، ص ص: (261-262).

ج- الفوائد التي تكتسبها المؤسسة.
د- إيرادات الاستثمارات.
ه- الفوائد التي تتحملها المؤسسة.
و- ضرائب الدخل.
ز- المصروفات غير العادية.
ي- الإيرادات غير العادية.
ع- نتائج المعاملات الهامة فيما بين الشركة الأم والشركات التابعة.
ص- صافي الدخل (صافي الربح).

هذا وتجدر الإشارة إلى أن معايير المحاسبة الدولية لا تشجع إجراء المقاصة بين عناصر الإيرادات والمصروفات، حيث يراعى في هذا الشأن ما يلي:[1]

أ. عدم إدماج أو إجراء مقاصة للبنود الهامة مع عناصر أخرى بدون تحديد وإفصاح عن ذلك.
ب. عدم إجراء المقاصة لبنود الإيرادات والمصروفات بقائمة الدخل وذلك فيما عدا الإيرادات والمصروفات المتعلقة بعمليات تغطية مخاطر سداد الالتزامات التي تم إجراء مقاصة بينهما.
ج. عادة ما تجري المقاصة بين عناصر المصروفات والإيرادات عندما تكون متعلقة بأصول والتزامات مالية تم إجراء مقاصة بينهما.

ورغما عن ذلك فإن تلك المعايير قد سمحت بعمليات مقاصة على سبيل المثال منها:[2]

أ. الأرباح والخسائر الناتجة عن بيع الاستثمارات المتداولة، حيث يمكن إجراء المقاصة بينها وعرض صافي الربح والخسارة.
ب. الأرباح والخسائر الناتجة عن تقييم الحركة وأرصدة العملات الأجنبية.
ج. الأرباح والخسائر الناتجة عن حصة المؤسسة في مؤسساتها التابعة عند استخدام طريقة حقوق الملكية، بالإضافة إلى ذلك فإن عمل المقاصة يكون مسموحا بها أيضا عندما يكون الإفصاح المستقل بكل بند من بنود الإيرادات والمصروفات غير مطلوب بموجب تلك المعايير المحاسبية الدولية.

---

[1]- أمين السيد أحمد لطفي، **التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة**، مرجع سابق ، ص: 262.

[2]- نفس المرجع السابق ، ص ص: (262-263).

خلاصة الفصل:

من خلال عرضنا لمختلف جوانب الإفصاح المحاسبي، ومتطلباته والأطراف المستخدمة له، وكذلك طرق عرضه للمستخدمين. نستخلص أن عملية الإفصاح المحاسبي هي عملية معقدة بسبب اختلاف الأطراف المستخدمة للمعلومات المفصح عنها وكذلك تباين مستواهم الثقافي أو المعرفي في الفهم والقراءة الجيدة للقوائم المالية المعبرة عن الوضع المالي للمؤسسة.

هذا ما جعل الدراسات تتكثف في هذا المجال من أجل تضييق الفروقات وكذا محاولة توحيد اللغة المحاسبية حتى تؤدي إلى فهم واضح ودقيق للمعلومات المعروضة.

فمحاولة سن معايير دولية محاسبية موحدة عالمية جاء لتحقيق هذه الغاية، وقد لقت استحسان وتطبيق كبير من قبل العديد من الدول في العالم خاصة منها الدول المتقدمة.

ولعل هذا ما شجع الجزائر إلى محاولة تطبيق هذه المعايير المحاسبية الدولية، ما يعكسه إصدار قوانين في هذا المجال تفرض تطبيق المعايير المحاسبية الدولية ابتداء من سنة 2010 وتغيير المخطط الوطني المحاسبي واستبداله بالنظام المالي المحاسبي الجديد، واللذان سوف نتطرق لها في فصلنا القادم.

الـفـصـل الـثـانــي:

عرض القوائم المالية وفق المخطط المحاسبـي والنظام المالي الجديد

مـقدمـة:

تعتبر سوق الأوراق المالية (البورصة) أداة هامة في اقتصاد أي دولة وعنصرا أساسيا في تقويم المؤسسات، حيث أنها تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصرهم بوضع المؤسسات التي يتم تداول أوراقها في هذه السوق، فمن خلال ذلك التقويم يتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم لمؤسسة ما دليل واضح على وجود خلل وضعف مركزها المالي، مما يتطلب إجراء بعض التعديلات والإجراءات لتصحيح الخلل.

تلعب الأسواق المالية المنظمة والمرنة دورا حيويا في تعبئة الموارد والمدخرات وتهيئتها للاستثمار، وكذا في بعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة وتحريك عجلة النمو الاقتصادي، كما تساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية والوطنية المهاجرة. وفضلا عن ذلك يمكن القول بأن نجاح برنامج الإصلاح الاقتصادي يتوقف على مدى وجود سوق مالية نشطة، تعمل على تنمية وتوسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية في سوق منظمة.

كما أن هذه الأسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات المالية والأوراق المهجنة، التي تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي فهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب.

كما أن تقبلها ورواجها يقتضي منها توفير الكم والكيف اللازم من المعلومات حتى تكون محل ثقة وحتى يتمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات رشيدة، خاصة في عصر العولمة حيث تلاشت في ظلها الحدود وأصبح المستثمرين يبحثون على مواطن الربح في أي مكان سواء في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية أو في الأسواق الأوروبية وفي اليابان أو حتى في أسواق الأوراق المالية الناشئة، هذه الأخيرة التي ساهم التحرر المالي في ظهورها وتطورها من جهة كما تسبب في وقوع أعنف الأزمات المالية بها.

لهذا قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

- المبحث الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية.
- المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
- المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية.

للتعرف على الأسواق المالية بشكل عام، سنرى كيف نشأت هذه السوق وماهية وظيفتها الأساسية وذلك بالتطرق إلى كيفية أدائها همزة وصل بين المدخرين والمستثمرين.

حيث تمثل سوق الأوراق المالية مجالا واسعا للتعامل في الأموال المتوسطة والطويلة الآجال، حيث أنها تمثل قناة يتم من خلالها انسياب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية التي تمثل جانب عرض الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا في الموارد المالية، والتي تعكس جانب الطلب على هذه الموارد.

سنعمل على دراسة جوانب سوق الأوراق المالية من خلال المطالب التالية:

- المطلب الأول: نشأة وتعريف سوق الأوراق المالية.
- المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية.
- المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: نشأة وتعريف سوق الأوراق المالية.

لابد في البداية من الرجوع إلى تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية (البوصة) وذلك لكي يتسنى لنا معرفة الهدف والغاية التي أنشأة من أجلها سوق الأوراق المالية، لأن معرفة هذه الأخيرة يقودنا لتوضيح صورة هذه السوق من خلال سرد مختلف التعاريف التي تمكننا من فهم أكثر لهذا المصطلح (البورصة).

1- نشأة سوق الأوراق المالية:

في بداية القرن الرابع عشر احتلت مدينة (**بروج**) البلجيكية المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية، فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الست الأكبر العاملة في مجال الصرافة أو الصيرفة في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع، ومن ثم كتابة بوالص التأمين، إضافة إلى كل ما يمت بصلة لعمليات بيع وشراء النقود.

أما الرئيس الذي كان يستقبل تلك العائلات في منزله، فكان يدعى (**فاندر بورص Vender Bourse**) ومنه أتى اسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع والخدمات بالإضافة لعمليات بيع وشراء العملة.[1]

ويعتبر المؤرخون عام 1339م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم عائلة الشخص السابق الذكر، الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية، الذين كانت تنحصر وظيفتهم في تلك الفترة بقبول الإيداعات ومنح القروض.

وبعد أن بدأ يضمحل الدور الهام الذي لعبته مدينة بروج ومرفأها في مجال التبادلات التجارية والمالية مع نهاية القرن الرابع عشر انتقل هذا الدور لمدينة أخرى تقع شمال بلجيكا أيضا هي (**آنفرس** ANVERS)، ويعتبرها مؤرخو علم الاقتصاد بأنها أول سوق نقدية في أوروبا بكل ما في الكلمة من معنى، كما ينسب هؤلاء المؤرخون ظهور موضوع أو فكرة الحسم لتجار تلك المدينة، ومما زاد في أهميتها اعتبارها من قبل البرتغاليين بمثابة المركز الرئيس لكافة أنواع التجارة الدولية، وخاصة تجارة التوابل بين شرق العالم وغربه.[2]

---

[1]- عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 08.

[2]-شمعون شمعون، **البورصة**، الطبعة الأولى، أطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص ص: (08-09).

وفي عام 1595م ظهرت بورصة **ليون الفرنسية** الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، إذ إن بورصة باريس لم تحظ بالأهمية القصوى إلا بدءا من عام 1639م عندما ظهر إلى الوجود عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع حسم الكمبيالات التجارية، وتأكد هذا النجاح بعد مائة عام تقريبا (1724م) عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس.

وتعود البدايات الأولى لظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرفت باسم (**البورصات**) والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة رؤوس الأموال.[1]

وقد زادت أهمية البورصات في تعبئة المدخرات والموارد المالية وخاصة في الدول الرأسمالية باعتبارها إحدى المتطلبات الأساسية لتمويل ودعم الاقتصاد ووحداته الإنتاجية المختلفة، مما أدى إلى تعميم وانتشار هذه الأسواق المالية. وارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، ففي فرنسا مثلا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724م بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا أنشأت بورصة لندن للأوراق المالية في عام 1776م، والتي ارتبطت عضويا مع الظهور المبكر للرأسمالية البريطانية، واستقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في بريطانيا في أوائل القرن السابع عشر في مبنى خاص أطلق عليه (Royal Exchange)، أما فيما يتعلق بالبورصات الأوروبية الأخرى وكذلك في الولايات المتحدة الأمريكية فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر. فقد أنشأت أول بورصة للأسهم في عام 1821م وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق وهو (**وول ستريت**) الأمريكية، وبورصة نيويورك في عام 1821م، ثم بورصة طوكيو عام 1878م ثم شرعت الدول تباعا في إنشاء أسواق الأوراق المالية على غرار البورصات العالمية سالفة الذكر، وبقيت بورصة باريس في المركز الثاني عالميا بعد بورصة لندن.

وبعد قيام الثورة الفرنسية عام 1789م والانقلابات الجذرية التي أحدثتها على أغلب الأصعدة، أدى ظهور اقتصاد الحرب الذي خلق حالة من التضخم القوي وانهيار في العملة الوطنية ما نتج عنه غلق للبورصة ولعدم تمكن السلطات الحكومية من تسديد ديونها العامة إلا جزئيا وبعملة منخفضة القيمة إلى حد كبير.

وفي النصف الثاني من القرن التاسع عشر أدى الازدهار المتحقق في قطاع البناء (في باريس خاصة) وظهور الشركات المتخصصة بهذا القطاع، وكذلك التطور الكبير في الخدمات العامة (شركات القطاع العام) وكذلك ظهور أعداد كبيرة ومتزايدة من المصارف، إلى توسيع كبير في البورصة.

ومع بداية القرن العشرين، أمكننا ملاحظة زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسجلة في البورصة مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات، ليس فقط في باريس وإنما في كافة البورصات الدولية أيضا، ففي الحقيقة ساعدت غزارة الادخار المتحقق في القطاع العائلي في بريطانيا وفرنسا والولايات المتحدة الأمريكية واليابان إلى انطلاقة قوية في موضوع الإصدارات الأجنبية الجديدة وبالطبع عادت وانخفضت هذه

[1]- عصام حسين، مرجع سابق، ص: 10.

الأخيرة في فترة ما بين الحربين العالميتين، لتظهر بقوة فائقة منذ بداية عقد الخمسينيات.
وأخيرا، ومع نهاية عقد الثمانينات يمكننا أن نلاحظ بأن ترتيب البورصات الدولية قد تغير لصالح الولايات المتحدة واليابان من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها، وتعود المرتبة الأولى من فترة لأخرى بالتناوب إما لبورصة نيويورك أو لبورصة طوكيو تاركة وراءها البورصات الأوروبية (لندن، باريس، فراكفورت).[1]

2- تعريف سوق الأوراق المالية ومكوناتها:

بعد أن تعرفنا على تاريخ ظهور الأسواق المالية نقدم التعاريف الآتية للتدقيق في مفهومها، كما يتم تناول مكوناتها.

1-2- تعريف سوق الأوراق المالية:

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية يمكن ذكر:

التعريف الأول:" سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع."[2]

التعريف الثاني:" سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية المتوسطة والطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها "[3]

التعريف الثالث: " سوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بـ " البورصة"، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم بواسطة الحاسوب،كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمؤسسات والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتداول أوراق مالية لمؤسسات وهيئات من دول أجنبية.[4]

التعريف الرابع: تعرف سوق الأوراق المالية بأنها" الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول".[5]

---

[1]- عصام حسين، مرجع سابق، ص ص:(12-13).

[2]-محمد سويلم، **إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر، ص: 272.

[3]- عبد الباسط وفا محمد حسن، **بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة**، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص: 25.

[4]- ضياء الدين مجيد الموسوي، **البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات**، منشورات image، مصر، 1998، ص ص:6-7.

[5]- عبد الباسط وفا محمد حسن، مرجع سابق، ص: 49.

التعريف الخامس: " شبكة تمويل للمدى البعيد مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي".[1]

التعريف السادس: "هي المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من اجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر بمراعاة شروط معينة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية".[2]

من خلال المفاهيم السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي:

"سوق الأوراق المالية سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهما وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم، فإنه يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة".

بعد عرض التعاريف المختلفة للسوق يمكن الخروج بالاستنتاج التالي:

" سوق الأوراق المالية (البورصة) هو سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار انه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات، وتعرف باسم سوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون من السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشترين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات، مع سهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهي أيضا سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب".

2-2- أقسام سوق الأوراق المالية:

تنقسم أسواق الأوراق المالية بدورها إلى:

2-2-1- أسواق أولية: ويدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية.

ويتم تصريف وبيع الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع، ويأتي بنوع من التفصيل كما يلي:[3]

2-2-1-1- مصرف الاستثمار: هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لمصرفي الاستثمار، والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين، وتظهر وظائفه في:

أ- النصح والمشورة، نظرا للخبرة، وما يتوافر لديه من كفاءات.

ب- الاكتتاب في الأوراق المالية، أي شراء مصرف الاستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين.

---

[1]- P.Conso, **La gestion financière de l'entreprise**, Tome 2, 2 ème édition, Edition Dunod, paris, 1989, p:387.

[2]- بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، السنة الدراسية 2006/2005، ص: 34.

[3]- بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 35.

ج- التسويق، وذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمشترين، ولا يتم التسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة، والتي تؤكد من توافر الشروط القانونية...إلخ.

2-2-1-2- أسلوب البيع المباشر: تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تبيع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما يوفر ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن الشركة قد تتقاضى سعر فائدة أعلى، كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوافرة.

2-2-2- الأسواق الثانوية: وتدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية.

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين:[1]

2-2-2-1- أسواق منظمة: وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام .. الخ.

2-2-2-2- الأسواق غير المنظمة: وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات.

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

أ-السوق الثالث: وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

ب- السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج

---

[1]- أحمد سعد عبد اللطيف، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص ص: (7- 11).

البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.

المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية.

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق،كما تؤدي عدة وظائف، لذا يتم تناول في هذا المطلب العنصرين الآتيين:

1- خصائص سوق الأوراق المالية:

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:[1]

أ- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

ب- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

ج- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

د- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.

ه- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

و- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية، وهي:[2]

ز- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

ي- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا.

---

[1]- جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص: 56.

[2]- طاهر حيدر حردان، **مبادئ الاستثمار**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص: 32.

س- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

2- وظائف سوق الأوراق المالية:

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:

أ- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.[1]

ب- سوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء.[2]

ج- كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر[3].

د- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها[4].

ه- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة، والأسعار.[5]

وما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع الميل أو هبوطه لدى المنتجين، وهذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر إلى الأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، ومنها ما

[1] - A.Choinel et G. Rouyer, **Les marchés financiers structures et acteurs**, 2ème édition, Revue banque, Paris, 1997, p: 35.
[2]- A.Choinel et G. Rouyer , OP.CIT , P :35.
[3] - A.Choinel et G. Rouyer , OP.CIT , P :35.
[4]- منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، **الأسواق والمؤسسات المالية**، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997، ص: 45.
[5]- رسمية قرياقص، **أسواق المال**، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999، ص: 48.

يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يخزنون من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الاقتصادي بالزيادة.

و- أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عملات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.[1]

ز- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية نذكر منها:[2]

- **كفاءة التسعير:** بمعنى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.
- **كفاءة التشغيل:** بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.
- **عدالة السوق:** بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
- **الأمان:** يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس، وغيرها من الممارسات اللأخلاقية التي تعمد إليها بعض الأطراف.

ي- أداة لتقويم الشركات والمشروعات: حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها، أو في سياساتها أملا في تحسين مركزها.[3]

س- أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة، انطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق.

[1]- رفيق شرياق، **دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأي المال –حالة الجزائر-**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة المجاستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، السنة الدراسية 2005/2004، ص: 20.
[2]- نفس المرجع والصفحة.
[3]- نفس المرجع والصفحة.

ع- أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني، حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.[1]

ص- أداة جذب للاستثمارات الأجنبية، وتوطيد التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.[2]

م- أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية، التشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات تتبع إدارتها سياسات كفئة تحقق نتائج أعمال جيدة، وتتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فان نتائج أعمالها، لن تكون مرضية لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.[3]

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية.

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية، ولتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية نحاول البحث في العناصر الآتية:

1- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية:

يشترط في سوق المنظمة أن يتم فيه التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل صالة للتعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدات التعامل ووحدات لتغير الأسعار، كلما كان ذلك ضروريا، وتحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.[4]
من خلال ما سبق يتضح أن مكونات نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية تتكون من:

1-1- صالة التداول: وهو مكان المخصص للتداول.

1-2- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة: وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط، مؤسسة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.
فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من أهم صناع السوق، وموجهوه، فهو المحرك الرئيسي النشط للأوراق المالية بذاتها، وبالتالي فهو أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة.

---

[1]- بن زاوي نسرين، **آثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال –مع إشارة خاصة لحالة الجزائر-**، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، السنة الدراسية 2007/2006، ص: 62.
[2]- نفس المرجع والصفحة.
[3]- نفس المرجع والصفحة.
[4]- أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 29.

كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية، ويوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل.[1]

ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازناته من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.

1-3- طرق التداول بسوق الأوراق المالية: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين:[2]

أ- طريقة المفاوضة: وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

ب- طريقة المزايدة: وفي هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

2- المتعاملون: هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

2-1- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:[3]

2-1-1- المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

2-1-2- المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

2-1-3- المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب

[1]- محسن أحمد الخضيري، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع ، مصر، 1999، ص ص: (55 -56).

[2]- أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 30.

[3]- نفس المرجع، ص: 32.

العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.
وللمضاربة وظائف يمكن إيجازها في العناصر التالية:

أ- معادلة العرض بالطلب أي تحقيق توازن.
ب- العمل على موازنة الأسعار وعدم تقلبها.
ج- تشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

2-1-4- المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:

أ- المستثمر الداخلي: ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.
ب- المستثمر العادي: ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

2-2- تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالبين: يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، أنه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار.

وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال.

2-2-1- العارضون لرأس المال: وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم عارضو رؤوس الأموال إلى فئتين:[1]

أ- الفئة الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس.
ب- الفئة الثانية: تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

ومما سبق ذكره يمكن استنتاج أن الادخار الجماعي مفضل على الادخار الفردي للأسباب التالية: [2]

أ- محرك السوق ومنعشها.
ب- يجمع ويعبأ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة.
ج- يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة ومستمرة.
د- يعوض الأفراد عن نقص خبرتهم ويقلل من المخاطر حيث أن هذه الشركة لها خبرة بالسوق.

2-2-2- الطالبون لرؤوس الأموال: ويقصد بالطالبين لرؤوس الأموال في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف

---

[1]- محمود أمين زوبل ويونس البطريق، **بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 51.
[2]- مصطفى رشدي شيحة، **اقتصاديات النقود والمصارف**، الطبعة السادسة، دار المعرفة، مصر، 1996، ص: 551.

تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية ...الخ.

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركو السوق، ويمكن تقسيمهم إلى:[1]

أ- السماسرة ووكلاء التبادل.

ب- صناديق الاستثمار.

ج- المحكمون والمراقبون": يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

3- الأوامر:

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر.

وهناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية نذكر بعضها التي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة، والتي يراها صاحب الأمر أنها تتلاءم لتنفيذ الصفقة هي:[2]

أ- الأوامر بالسعر أحسن سواء في الشراء أو البيع.

ب- الأوامر بالسعر محدد وتتحدد ما بين السعر الأعلى والسعر الأدنى.

ج- الأوامر المرتبطة بالشرط: يطلب صاحب الأمر من وسيطه أن يشتري أوراقا مالية معينة، بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقا، والعكس صحيح في عملية التنازل، كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ، أي أن الصفقة تتم على أساس مبلغ محدد عند الشراء أو البيع.

د- أوامر السوق: وهو السعر الذي يتحدد من خلال تلاقي قوى الطلب وقوى العرض، وهو الأكثر دقة وشيوعا، وبموجب هذا النوع من الأوامر فإن المستثمر يعطي تعليمات لسمسارة كي يبيع ويشتري عددا من الأوراق بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في الأسواق أي أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع، وبأسرع وقت ممكن. ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمان التنفيذ، أما من أهم عيوبه فهو أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ الأمر إلا عند إخطاره به، كما عليه قبول السعر السائد في السوق، غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة العالية، قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر، وذلك على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة

---

[1]- أحمد صيام زكي، **مبادئ الاستثمار**، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 1997، ص: 60.

[2]- محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق- بورصات)**، الطبعة الثانية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص: 250.

إلى أخرى عادة ما تكون محدودة، وإن كانت هذه القاعدة ليست عامة، فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة التقلب كثيرا، ذلك ما يلحق خسائر بالمستثمر الذي يستخدم مثل هذا النوع من الأوامر.

4- شروط الدخول إلى البورصة:

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة.

ويمكن تلخيص الشروط العامة في النقاط التالية:[1]

أ- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

ب- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح مابين 20% إلى 25%، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.

ج- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.

د- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.

ه- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

و- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

تعتبر الشروط السابقة الذكر القاسم المشترك للشروط التي تفرضها مختلف البورصات في العالم ، لكن يمكن أن تكون هناك شروط أخرى تختلف من بوصة إلى أخرى ومن دولة إلى أخرى.

بعدما تم سرد مختلف الجوانب والملامح العامة للسوق المالية، في مختلف مطالب هذا البحث، والتي تم التطرق فيها لكل من تاريخ نشأة السوق وتعريفها، وكذا خصائصها ووظائفها، إضافة إلى تنظيم السوق المالية. نكون قد تعرفنا بصفة شاملة على السوق المالية، لكن حتى نتمكن من دراسة أعمق للسوق ومعرفة ما يتم تداوله داخلها بشكل مفصل لابد من دراسة مختلف الأوراق المالية التي تتداول في السوق المالية، وهذا ما سيتم دراسته في المبحث الموالي.

---

[1]- بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 43.

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية.

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل للمؤسسات أو الحكومات وغيرها من سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطى لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو عليهما معا، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها، ولتوضيح ما سبق قسمنا هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

- المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم بأنواعها).
- المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات).
- المطلب الثالث: المشتقات والأوراق المهجنة.

المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم).

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، وتتميز الأسهم بعدة خصائص ومزايا، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

1- تعريف السهم ومختلف قيمه:

قبل التطرق لمختلف القيم التي يأخذها السهم ينبغي التطرق أولا لتعريفه.

1-1- تعريف السهم: يمكن تقديم عدة تعاريف للسهم:

أ- التعريف الأول: الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.[1]

ب- التعريف الثاني: "السهم هو حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري".[2]

ج- التعريف الثالث: "الأسهم تشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون".[3]

وعليه فمن المفاهيم السابقة نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، تمثل حق ملكية للمكتتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس مال شركة الأموال.

1-2- قيم السهم: للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

1-2-1- القيمة الاسمية للسهم: هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص

---

[1]- مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، **الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، 1993، ص: 169.

[2]- شمعون شمعون، مرجع سابق ، ص: 21.

[3]- هوشيار معروف كاكامولا، **الاستثمار والأسواق المالية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص: 92.

عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

وتعرف أيضا بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملا وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكها، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.[1]

1-2-2- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال التساهمي + الاحتياطيات + أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

نستنتج مما سبق ذكره أن القيمة الاسمية تمثل مفهوما قانونيا، أما القيمة الدفترية فتمثل مفهوما محاسبيا.

1-2-3- القيمة السوقية: هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية، السياسية، والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية، واختناقات الاقتصاد المحلي، هذا فضلا عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها، وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع، والدور الذي تمارسه إدارة السوق المالية في تكريس الاستقرار وتجاوز الاختناقات ونشر المعلومات، وقد تبين أن القيم الورقية للأسهم العادية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية السبعينيات وحتى منصف التسعينيات من القرن العشرين، قد تغيرت من مرة واحدة إلى عشر مرات.[2]

وفي سوق الأوراق المالية لا تمثل كل من القيمة الاسمية والقيمة الدفترية التقييم الحقيقي للسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق تتوقف على العائد الذي يتوقع توليده، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر.

ويمكن استنتاج أن القيمة السوقية للسهم تمثل محصلة التقاء قوى العرض والطلب، أي من خلالهما يتحقق السعر العادل للسهم الذي يتداول به في سوق أوراق المالية،

---

[1]- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العبد، **الاستثمار في الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 191.

[2]- هو شيار معروف كاكا مولا، مرجع سابق، ص: 92.

وتلعب كل من القيمة الدفترية والقيمة الاسمية دورا هاما في تحديد القيمة السوقية التي تباع بها الأسهم في سوق الأوراق المالية.

2- أنواع الأسهم وخصائص كل منها:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم :

2 -1- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي:

2-1-1- أسهم اسمية: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على ما يلي:[1]

- الاسم، اللقب، صناعة، وطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأسمالها، ومركزها.
- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به.
- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

2-1-2- أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها.[2]

2-1-3- أسهم لأمر: للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.[3]

2-2- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:[4]

2-2-1- أسهم عينية: هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو محزونات، أو براءة اختراع، مقدرة ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

2-2-2- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

2-2-3- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

2-3- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

---

[1] -شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 22.

[2] - مراد كاظم، **البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية**، ا الطبعة الثانية، المطبعة التجارية، مصر، 1967، ص:34.

[3] - شمعون شمعون، مرجع سابق،ص:23.

[4] - بوكساني رشيد ، مرجع سابق، ص: 46.

2-3-1- الأسهم العادية: وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية.[1]

وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل:

- في المرحلة الأولى، يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة.
- أما في المرحلة الثانية، يتم تداول هذه الأسهم كأي أداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية، وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأس مال الشركة، بل أنها مجرد عملية تداول بين البائعين والمشترين والوسطاء، ونقل حقوق الملكية من شخص لآخر، وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والثانوية.

2-3-2- الأسهم الممتازة: هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة وهي:[2]

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند، وأحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في حصص الأرباح الموزعة.
- إن العائد لا يتغير، فإن سعر السهم الممتاز مستقر نسبيا.
- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم.
- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها في حالة التصفية قبل حملة الأسهم الممتازة، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

هناك عدة مزايا تعود على الشركة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند.

كما أن عدم توزيع أرباح مقررة على حملة الأسهم الممتازة لا يسبب إفلاس الشركة، إضافة إلى ذلك، فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، ويترتب على ذلك زيادة المقدرة الافتراضية للشركة.

---

[1]- هوشيار معروف كاكامولا، مرجع سابق، ص ص:(92 – 94).

[2]- عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، **الأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص ص:(159-160).

وهناك ميزات أخرى للأسهم الممتازة، منها ميزة الأرباح الموزعة التراكمية التي في حالة عدم توزيع الشركة أرباح في سنة ما على حملة الأسهم الممتازة لعدم تحقيق أرباح كافية، فإن الأرباح المستحقة لتلك السنة تنقل إلى السنة التي تليها، أي أنه يتطلب من الشركة في السنة القادمة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة، والمستحقة قبل أن تقوم بتوزيع أية أرباح على الأسهم العادية، وهذا يحفظ حق حملة الأسهم الممتازة في الأرباح المستحقة المقررة لهم بغض النظر عن مستوى أرباح الشركة.

المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات).

تشكل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع يمكن تناولها في النقاط الموالية:

1- تعريف السند:

بالرغم من تعدد التعاريف المقدمة للسندات إلا أنها تؤدي نفس المعنى، وفيما يلي بعض هذه التعاريف:

التعريف الأول: تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض" المصدر" بدفع مبلغ معين من المال" القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.[1]

التعريف الثاني: السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل أو متوسط الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد.[2]

التعريف الثالث: السند ورقة مالية تمثل قرضا طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.[3]

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السندات تمثل دينا على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على إقراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق، وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي:[4]

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة.
- معدل الكوبون، حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

---

[1] - B.laget, **Les nouveaux outils financiers**, Top édition, Paris, 1990, p :18.

[2]- عبد النافع عبد الله الزرري وغازي فرج، مرجع سابق ، ص ص:(160-161).

[3] - J. peyrard, **La bourse**, 3éme édition, Imprimerie hérissey a ayreux, Paris, 1993, P: 27.

[4]- سعيد توفيق عبيد، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص: 51.

- أجل الاستحقاق، وهو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبيا.
- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.
- السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية.
- الاهتلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول اهتلاك القرض السندي، حيث تحدد تعاقديا عند الإصدار، وتوجد عدة صيغ للاهتلاك تتمثل في الاهتلاك الكلي أو الاهتلاك عن طريق أقساط ثابتة.

وللسندات قيمة اسمية وقيمة جارية، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد، أما القيمة الجارية هي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية.

2- أنواع السندات:

تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن أن التمييز بين السندات وفقا للمعايير التالية:

2-1- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعين رئيسيين وهما:[1]

2-1-1- سندات عامة : وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، شركات القطاع العام أو القطاع الخاص والخواص وهذا بهدف تحقيق ما يلي:
- تغطية العجز في الميزانية العامة.
- الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.
- تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد.
- التحكم في الأزمات الاقتصادية، وخاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية للتقليل من حجم السيولة المتداولة، وفي حالة الكساد تقوم بشراء السندات والزيادة في السيولة العامة، وذلك بهدف تحقيق التوازن الكلي.

2-1-2- سندات خاصة: وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، ومن أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

2-2- أنواع السندات حسب طريقة السداد: يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد وهما:[2]

2-2-1- سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حامليها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

---

[1] - G. Defosse et P. Balley, **La bourse des valeurs, que sais-je**, 16ème édition, Edition Bouchène, Alger, 1993, P:18.

[2]- بوكساني رشيد ، مرجع سابق، ص: 51.

2-2-2- سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

2-3- أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها: ويمكن أن نميز بين:[1]

2-3-1- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.

2-3-2- سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

2-4- أنواع السندات حسب معدل العائد: نميز نوعان وهما:

2-4-1- سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكونه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

2-4-2- سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

2-5- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة: وتتفرع إلى:[2]

2-5-1- سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

2-5-2- سندات الدخل: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

2-6- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما:[3]

2-6-1- سندات مضمونة: من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.

2-6-2- سندات غير مضمونة: الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

3- الفرق بين الأسهم والسندات:

---

[1]- سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص: 52.

[2]- عبده محمد مصطفى محمد، **تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، ص: 15.

[3]- محمد عثمان إسماعيل حميد، **أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال**، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص: 139.

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات، يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول أدناه:

الجدول رقم 04: مقارنة بين الأسهم والسندات

السهم	السند
1- جزء من رأس المال الشركة.	1- دين على الشركة.
2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.	2- حامل السند دائن بقيمة السند.
3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.	3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.
4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.	4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.
5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان.	5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.
6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.	6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.
7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.	7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.
8- عائد الأسهم يعتبر توزيعا للأرباح يخضع للضريبة.	8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.
9- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.	9- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.
10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار.	10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.

المصدر: الموسوي ضياء الدين مجيد، **البورصات**، **أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات**،منشورات image، 1998.ص ص: (44-45).

المطلب الثالث: المشتقات والأوراق المهجنة.

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين، بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات، لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما معا.

ونظرا لأن تداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم وفق صورتين، إما عمليات آجلة أو عمليات عاجلة، أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات، ولتوضيح أكثر يتم في هذا المطلب تناول عنصرين هما:

1- المشتقات: لفهم أكثر لهذه الأداة سوف نورد تعريفها وكذلك أنواعها.

1- 1- تعريف المشتقات:

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو

السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبليات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.[1]

1-2- أنواع المشتقات: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

1-2-1- عقود الاختيار: تعتبر عقود الاختيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الاختيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الاختيار في السنوات الأخيرة بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

1-2-1-1- تعريف عقود الاختيار: يمكن تعريف عقود الاختيار كما يلي:

أ- التعريف الأول :عقود الاختيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما.[2]

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما.

ب- التعريف الثاني: اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه، وبسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ، وهو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدما.[3]

قبل المرور إلى أنواع عقود الاختيار يجب توضيح بعض العناصر هي:[4]

أ- مشتري حق: هو الذي يقوم بشراء حق الاختيار، ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافأة يدفعها لمحرر الاختيار.

ب- محرر الاختيار: هو الشخص الذي يحرر عقد الاختيار مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من مشتري الاختيار.

ج- سعر التنفيذ: هو سعر الورقة وقت إبرام العقد.

د- سعر السوقي: هو سعر الورقة عند انتهاء الاتفاق.

ه- تاريخ التنفيذ: إبرام العقد أو التاريخ الذي يتم فيه التعاقد بين مشتري الحق ومحرر الاختيار.

و-تاريخ الانتهاء: هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الاختيار بتنفيذه.

ز- المكافأة: هي المقدار الذي يدفعه مشتري الحق للمحرر مقابل أن يكون للمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

---

[1]- أحمد صالح عطية، **مشاكل المراجعة في أسواق المال**، دار الجامعية، مصر، 2003، ص: 211.

[2]- منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 605.

[3]- خالد وهيب الراوي، **الاستثمار- مفاهيم تحليل إستراتيجية**، دار المسيرة، عمان، الأردن، 1998، ص: 309.

[4]- محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص:(332-333).

1-2-1-2- أنواع عقود الاختيار: وفيما يلي مختلف أنواع عقود الاختيار وهناك نوعان من الخيارات وهي:[1]

أ - خيار النداء: يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق الاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فانه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه.

ب- خيار الطرح: ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

ويتضح مما سبق أنه يلزم في حالة شراء شخص ما إحدى الخيارات ضرورة أن يتوفر ملتزم أمام صاحب الخيار، أي يلتزم توفر طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار، ويسمى هذا الأخير الملتزم أمام صاحب الخيار بكاتب الخيار.

1-2-2- العقود المستقبلية: يتم التطرق هنا إلى مختلف تعاريف العقود المستقبلية، ومختلف أنواعها.

1-2-2-1- تعريف العقود المستقبلية: يمكن تعريف العقود المستقبلية كما يلي:

أ- التعريف الأول: "تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، وتمثل هذه الأدوات تعاقدا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه ".[2]

ب- التعريف الثاني: ويعرف العقد المستقبلي أيضا على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال.[3]

1-2-2-2- أنواع العقود المستقبلية: من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

---

[1]- حسن عطا غنيم، **المشتقات المالية**، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005 المنظمة العربية لتنمية الإدارية، ص ص: (55 -56).

[2]- محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ، 2001، ص: 413.

[3]- أحمد صالح عطية، مرجع سابق، 2003، ص: 234.

أ- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.[1]

ب - العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.[2]

ج- عقود مستقبلية على سلع: هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.[3]

1-2-3- العقود الآجلة: هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة ومؤسسة أعمال على إتمام صفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق.

وتتم تسوية العقد عند استحقاقه، حيث يقوم البائع بتسليم الأصل إلى المشتري، مقابل تسوية سعر التسليم، علما أن الأساس في بناء السعر هو السعر السوقي للأصل.

وتكون قيمة العقد الآجل صفرا عند إبرامه، ثم يمكن أن تكون له قيمة موجبة أو سالبة حسب تحركات السعر في السوق، فإذا ارتفع سعر الأصل بعد إبرام العقد تصبح قيمة العقد موجبة بالنسبة للمشتري والعكس بالنسبة للبائع.[4]

1-2-4- عقود المبادلة: وهي النوع الأكثر حداثة ظهرت مع بداية سنة 1980، وهي عبارة عن تبادل عقود. وتسمح عملية التبادل هذه بالانتقال من وضعية عدم الاستقرار إلى وضعية استقرار، فمثلا في أسواق معدلات الفائدة يمكن مبادلة دين بمعدل ثابت مقابل دين بمعدل متغير، وفي أسواق الصرف تتم مبادلة دين بالدولار مثلا مقابل دين بالأورو، أيضا تتم مبادلة سعر متغير لسعلة ما (النفط) مقابل سعر مستقر.

وهناك عقود التبادل فيما بين البنوك وهي العملية التي تسمح بمبادلة عملة بعملة أخرى، بمبالغ موافقة مقيمة بأسعار حاضرة ولنفس المدة، كما يمكن أن تتم عملية المبادلة فيما بين الشركات حيث تتبادل القروض بشكل يسمح لكليهما

---

[1]- رمضان زياد، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998، ص: 100.

[2]- عبد الباسط وفا حسن، **بورصة الأوراق المالية**، دار النهضة العربية للنشر، مصر، 1996، ص: 40.

[3]- أحمد صالح عطية، مرجع سابق، 2003، ص: 235.

[4]- محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 133.

بالاستفادة من أحسن شروط الإقراض على سوق معينة، يمكن أخذ حالة إبدال عملات: شركة أمريكية تحتاج إلى جنيهات إسترلينية لأحد فروعها، فهنا سوف تقترض أولا دولارات في الولايات المتحدة الأمريكية، عند شروط متغيرة بالنسبة لها، وتستطيع بعد ذلك إبدال (مقايضة) قرضها مع شركة بريطانية والتي بدورها تبحث عن دولارات ولكن تحصل عليها الآن بطريقة أسهل وعند أسعار مناسبة.[1]

2- الأوراق المهجنة: سميت بالمهجنة لأنها هجينة لنوعين من الأوراق المالية، وستتضح الفكرة أكثر بالتطرق لتعريفها وكذا أنواعها.

2-1- تعريف الأوراق المهجنة:

تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما، وعليه فإن الأوراق المهجنة لها بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.[2]

2-2- أنواع الأوراق المهجنة:

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأوراق المهجنة:

2-2-1- الأسهم الممتازة: ويمكن تعريفها كما يلي:

أ- التعريف الأول : "جزء من الملكية ولكن ليست حقيقية، حيث أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية".[3]

ب- التعريف الثاني: " مستند ملكية له قيمة اسمية، دفترية، سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة".[4]

فالسهم الممتاز ليس له نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية،كما تتميز هذه الأسهم بأنها دائمة ما دامت المؤسسة قائمة ومستمرة، فهي ليس لها تاريخ استحقاق محدد.

2-2-2- شهادات الاستثمار: وتعرف كما يلي:

هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه

---

[1]- أسماء بلميهوب، **العولمة المالية وآثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة**، رسالة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، السنة الدراسية 2004/2003، ص ص: (55-56).

[2]- منير إبراهيم هندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص: ب.

[3]- عبده محمد مصطفى محمد، مرجع سابق، ص:68.

[4]- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 68.

سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة.[1]

2-2-3- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:

تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.[2]

في المبحث تطرقنا لمختلف أنواع الأوراق المالية، بتعريفاتها وكذا أنوعها وغيره من الخصائص المتعلقة بها. فهناك أوراق الملكية وأوراق المديونية وأخرى سميت بالمشتقة والهجينة لكونها ليست أوراق ملكية مئة بالمائة ولا أوراق مديونية، فهي تمزج بين النوعين.
كما هو متداول فإن هذه الأوراق يتم تداولها في سوق الأوراق المالية (البورصة)، وتختلف هذه السوق من دولة إلى أخرى وكذا من بورصة إلى أخرى داخل الدولة الواحدة. هذا الاختلاف أدى بالاقتصاديين المتخصصين بدراسة هذه الأسواق للحكم على كفاءتها وكذا مراقبتها من وضع مؤشرات توحي بحركة السوق، كل هذا سوف نتطرق إليه في مبحثنا التالي.

المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

لقد أصبحت البورصة تستقطب الكثير من المستثمرين نظرا لما قد تدر عليهم من أرباح، إذ أصبحوا يوظفون مبالغ ضخمة فيها، الأمر الذي يقتضي توافر قدر من البيانات والمعلومات حول السوق، فلا يختلف اثنان حول أهمية المعلومة والإفصاح عنها، بل يعد ذلك أساسيا لسلامة أي سوق واستمراره لذا يتوجب توفير المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق، حتى يتمكن المستثمرون من ترشيد قراراتهم، فالإفصاح عن المعلومة قد سنت له قوانين تعمل على انتظام الإفصاح عنها ونشرها في الوقت المناسب، فتحديد قيمة الأوراق المالية بناء على المعلومات المتوفرة هو تحديد لقيمتها الحقيقية في هذا السوق فهذا الأخير يؤمن بأن أي معلومة ترد إلي السوق تنعكس بسرعة في سعر الورقة المالية ويسمى ذلك السعر: السعر العادل، ليس هذا فحسب بل يعتمد المستثمرون على مؤشرات البورصة التي ترسم اتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة فهي تعطي صورة مسبقة عن السوق للمستثمر الجديد والقديم على السواء، فهي بمثابة مقياس لدرجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة، فهو يلخص بشكل عام أداء السوق، والمؤشرات ليست من شكل واحد بل هي على عدة أنواع، كما أن لكل دولة مؤشراتها فنجد مؤشرات في الو.م.أ وأخرى في اليابان وأخرى في الدول الأوروبية، كما أن داخل البلد الواحد تختلف المؤشرات من سوق لأخرى.
وللتوضيح أكثر قسمنا هذا الفصل إلى مطلبين هما:
- المطلب الأول: فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية.

---

[1] - Y. Simon, **Encyclopédie de marchés financiers**, tome 1, Economica, paris, 1997, p : 03 .
[2]- بوكساني رشيد ، مرجع سابق، ص: 60.

- المطلب الثاني: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية.

أثارت فكرة كفاءة أسوق الأوراق المالية ومازالت تثير اهتماما الباحثين والمتعاملين في هذا الأسواق لما يمكن أن يتوقع عنها، فوفقا لمفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم للمؤسسة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعود مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء غير السارة والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار.

وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، فلن يتمكن أي منهم في تحقيق السبق في الحصول على المعلومات أو في تحليلها ومن ثمة فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، لهذا سوف يتم البحث في العناصر الآتية:

1- تعريف ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية:

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبط ومتداخل مع المفهوم العام للفعالية، فالفاعلية في هذا السياق تعني إمكانية تحقيق الهدف والوصول إلى نتائج التي يتم تحديدها مسبقا وإن الهدف عبارة عن نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد.

فالكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية.

1-1- تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية:

تعرف السوق الكفأة بأنها سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:[1]

أ- التخصيص الأمثل للموارد.

ب- التقييم الدقيق للمبادلات.

ج- تقديم خدمات بأقل تكلفة.

كما يقصد بالسوق الكفء، ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما، كافة المعلومات المتاحة، والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول بأنه في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة المعنية التي يتولد عنها عائد يلعب دور التعويض للمستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في تلك الأسهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار تكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر وتساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه وأن سعر السهم في السوق الكفء يعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وهذا يشير إلى نقطة جديرة بالاهتمام هي أن تكون المعلومات

[1] - J. Teulie et topsa calian, **Finance,** Edition Vuibert, Paris, p p :(74-75).

متاحة للجميع وهذا لا يعني أن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تحيط بها متطابقة تماما فقرارات بعض المساهمين المحترفين وحتى غير المحترفين الذين يتسمون بالفطنة سوف تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق فالمهم أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة أي ليست مغال فيها أو أقل مما ينبغي أي مبنية على معلومات سليمة.[1]

مفهوم ثالث: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم وتتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء، إذا كانت إيجابية أم لا، وفي سوق يمتاز بكفاءة يعكس سعر السهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها ووسائل الإعلام، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المؤسسة والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رسملة الأرباح، ورقم الأعمال وغيرها ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما.[2]

من خلال ما سبق يمكن تقديم مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية كما يلي:

- يكون سوق الأوراق المالية كفؤ إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات في سوق الأوراق المالية ومن الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق الأوراق المالية.
- منافسة تامة
- توفر المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق
- أن تصل هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

2-1- متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية :

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصتين أساسيتين وهما:[3]

1-2-1- كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق

---

[1]- منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص ص: (489-490).

[2]- حسان حضر، **تحليل الأسواق المالية**، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، مارس 2004، العدد السابع والعشرون (27)، ص ص: (8-9).

[3]- عبد الغفار حنفي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)**، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص:(191-192).

الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب التالية:

أ- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.

ب- قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا لا يحدث إلا لعدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة.

هذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

1-2-2- كفاءة التشغيل: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين إلى صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستعجلهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

وتوفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي:[1]

أ- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشترين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.

بتحقيق هذا الشرط لسوق الأوراق المالية، يتوفر ما يعرف بخاصيتي العمق والاتساع. حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الاستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

ب- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة أوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، وبتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة. كما أن توفر هذه الخاصية

---

[1]- محمد مطر، **إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)**، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص ص:(133- 134).

توفر لسوق الأوراق المالية ميزة هامة هي ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

ج- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

د- توفر عنصر الشفافية: بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة، ويحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات. وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.

و- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

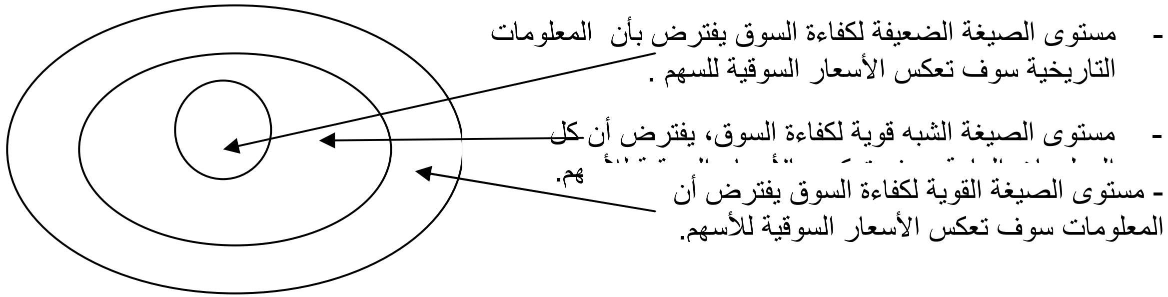
كما يشترط أن تكون سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولا، ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانيا، ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة. على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

2- المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية:

من الأمور التي يجب إدراكها أن كفاءة أسواق الأوراق المالية هي مفهوم نسبي وليس مطلق، يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى.
وبعبارة أخرى أن من بين خصائص السوق الكفء، أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه، لذا يجب التعرض إلى المستويات المختلفة للكفاءة الأسواق الأوراق المالية والتي يمكننا توضيحها من خلال هذا الشكل أدناه.[1]

شكل رقم 01: المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم

[1]- حمزة محمود الزبيدي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص: 124.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص 149.

والجدير بالذكر أن هذا التقسيم للمستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية ناتج عن الدراسة التطبيقية التي قام بها الباحث فاما **Fama** عام 1965 حلل بموجبها حركة أسعار الأسهم المستخدمة في حساب متوسط، داو جونز Dow jones، حيث راقب **Fama** الحركة اليومية للأسعار (30سهم) خلال 5 سنوات وقد خلص من دراسته إلى قياس الدرجة العشوائية التي تحصل في تقلبات أسعار الأسهم، وقد بين تماما أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى المستثمر في الأسهم وبشكل مفاجئ قادرة أن تغير من نظرة المستثمر المستقبلية وبما أن المعلومة التي تصل إلى المستثمر مستقلة عن غيرها من ناحية الزمن لذلك فإن أسعار الأسهم أي القيمة السوقية سوف تنقلب عشوائيا صعودا ونزولا وفقا لنوع المعلومة التي ترد إلى السوق.

وفي هذا الإطار يتم تناول المستويات المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية وهي:[1]

2-1- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق :

تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق، هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي حدثت فيه في الماضي. وهو ما يعني أن عملية التنبؤ ستكون على دراسة المتغيرات التي طرأت على السعر في الأيام الماضية أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى وهذا ما يعرف بصيغة الفرضية الضعيفة بنظرية الحركة العشوائية.

2-2- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق:

و يطلق عليها أيضا صيغة فرضية السوق المتوسطة، وتقتضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المؤسسة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الاستجابة ضعيفة لأنها تكون مبينة على وجهة نظر أولية عن تلك المعلومات، غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم.

---

[1]- عبد الغفار حنفي، **البورصات، أسهم سندات، صناديق الاستثمار**، المكتب العربي الحديث، مصر، بدون سنة الطبع، ص 155.

2-3- الصيغة القوية لكفاءة السوق:

بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة أي المعلومات المنشورة العامة. إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين وقد ثبتت صحة هذا الفرض.

نلاحظ من المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية أن صيغة الفرضية الضعيفة لكفاءة الأسواق أقرب إلى الواقع نظرا لأن حركة الأسعار في السوق هي حركة عشوائية طالما أن هذه المعلومات تصل إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم.

المطلب الثاني: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية والحكم على أداء المديرين وأداة تقدير مخاطر المحفظة المالية لذلك ارتأينا أن نبحث في العناصر الآتية:

1- ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

سوف نتطرق في هذا العنصر إلى نقطتين هما:

1-1- تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية واستخداماتها:

للمؤشرات عدة تعاريف وعدة استخدامات يمكن التفصيل فيها من خلال الأتي:

1-1-1- تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية: تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات أسواق الأوراق المالية، يمكن ذكر:

التعريف الأول: "مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها. ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم".[1]

التعريف الثاني: "يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينية من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه".[2]

يلاحظ من خلال التعريف أنه يعتمد على جملة من المعطيات نذكر منها:

أ- قيمة الأسهم الشركات.

ب- أسهم الشركات المنظمة وغير المنظمة.

كما يلاحظ أن القيمة تتحدد عن طريق حاصل ضرب الكمية المباعة من الأوراق المالية في سعرها، ومن هذا المفهوم نستنتج أنه هناك نوعين من المؤشرات:

---

[1]- محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 251.

[2]- حسان حضر، مرجع سابق، ص: 07.

أ- مؤشرات عامة وهي تقيس حالة السوق بصفة عامة وهو المؤشر الذي يقيس حالة الاقتصاد الكلي.
ب- مؤشر جزئي (قطاعي) وهو يقيس حالة السوق في قطاع معين (قطاع الصناعة، قطاع الخدمات...إلخ).
التعريف الثالث: مؤشرات البورصة هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى.[1]
من خلال ما سبق ذكره يمكن تقديم مفهوم مؤشر أسواق الأوراق المالية.
"على أنها تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معا من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاعي سوقي بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة".

1-2-1- استخدامات المؤشرات في أسواق الأوراق المالية :

هنالك العديد من الفوائد التي تتيحها مؤشرات السوق للمهتمين والمتعاملين في البورصات، ومن أهم هذه الاستخدامات:[2]
أ- يساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي عبر صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع، وبالتالي فالتعرف على الأداء الاقتصادي ممكنا نسبيا من خلال تغيرات مؤشرات السوق.
ب- أن الأساس النظري لقيام السوق المالية هو مقارنة وتبادل الأصول المالية، لذلك فعندما يعكس مؤشر حالة السوق تغيرات محفظة أسهم السوق، وكأنه يقدم نموذجا لمدراء المحافظ الاستثمارية، أو حاملوا الأوراق الفرديين أو المؤسسات المالية الوسيطة لمبادلة أصولهم ببعض وفق نموذج العائد الذي يعكسه مؤشر السوق بعائد المستثمر لمستوى مخاطر معينة، وهو ما ينجم عن التعرف على النجاح النسبي والفشل النسبي في القرارات الاستثمارية.
مع ضرورة الإشارة إلى أن التنويع يعد منهجا استثماريا لتقليل المخاطر، لذلك وببساطة يمكن استخدام المؤشر في مقارنة محفظتين احدهما تمثل عائدا بمتوسط مخاطرة وكما يعكس مؤشر السوق، وأخرى بعائد ومخاطر مقارنة بما يعكسها مؤشر محفظة المستثمر.
ج- التعرف على الاتجاهات السائدة في سوق رأس المال والتي تعكس في أحد جوانبها المهمة اتجاهات النشاط الاقتصادي.
ولاحظنا أن معرفة اتجاه السوق يمكن من اتخاذ القرار الاستثماري (شراء أو بيع) في الوقت المناسب، فمثلا عندما تكون حركة مؤشر السوق متزايدة فإنه سوقا صعوديا، بينما توضح الحركة التناقصية لمؤشر السوق بأنه سوقا نزوليا، ووفق هذين الاتجاهين اللذان يعكسهما مؤشر السوق يتخذ القرار الرشيد من قبل المستثمرين.
إذن يمكن استخدام مؤشرات السوق لأغراض بناء التوقعات التي تعد أساس القرار الاستثماري.

2-1- المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية:

[1] - P. Topscalian, **Les indices boursières sur action**, Economica, Paris, 1996, p : 09
[2]- محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص: (299-300).

هناك عدة متغيرات تحدد قيمة مؤشرات سوق الأوراق المالية، هذه المتغيرات تجعل المؤشر يعبر عن الحالة الحقيقية للسوق، ومن هذه المتغيرات ما هو كمي وما هو نسبي.

1-2-1- حجم العينة وملاءمتها:

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب:[1]

أ- في الحجم: فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.

ب- الاتساع: فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف قطاعات السوق.

ج- المصدر: فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية ".

وما تجدر إليه الإشارة إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين مثل القطاع الصناعي فيجب أن تكون كافة الشركات الصناعية ممثلة في العينة دون تحيز لنوع معين من الشركات الصناعية.[2]

2-2-1- الأوزان النسبية لمفردات العينة :

يوجد ثلاثة طرق للترجيح وهي:[3]

أ- الترجيح على أساس أسعار الأسهم الفردية: يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر. فإذا كان هناك مؤشر معين يتكون من ثلاثة أسهم وكانت أسعار الأسهم على الترتيب 80 ون، 70ون، 50ون. فإنه يتم تحديد الوزن النسبي للسهم بقسمة سعر سهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر والتي تمثل في هذه الحالة القيمة المطلقة للمؤشر ويكون الوزن النسبي للأسهم الثلاثة على النحو التالي على سبيل المثال:

السهم	سعر السهم (و.ن) وحدة نقدية	الوزن النسبي لأسهم المؤشر
أ	80	**0.40** = 200 ÷ 80
ب	70	**0.35** = 200 ÷ 70
ج	50	**0.25** = 200 ÷ 50
المجموع	**200**	**1**

ب- الترجيح على أساس تساوي الأوزان: في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر أي معامل الترجيح، ويتم حساب هذا العامل على أساس سعر السهم الذي يعادل مقلوب سعر السهم.

ومن ثمة فإن الوزن النسبي المتساوي للأسهم = سعر السهم × معامل الترجيح.

ج- الترجيح على أساس القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر: في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها

---

[1]- حسان خضر، مرجع سابق، ص: 8.

[2]- أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 235.

[3] - P. Topscaliane, Op.cit , pp: (25-39).

ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس سعر الأسهم الفردية للمؤشر إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

ويتضح من خلال التحليل السابق أنه :

- تختلف قيمة وعائد المؤشر باختلاف الطريقة المستخدمة في ترجيح أسهم المؤشر.
- يعبر عائد المؤشر عن العائد الناتج عن تغير أسعار أسهم المؤشر.
- يتم الوصول إلى العائد الكلي للمؤشر عن طريق إضافة توزيعات الأرباح على أسهم المؤشر إلى بسط معادلة العائد لتحديد العائد الكلي لمحفظة الأوراق المالية المكونة للمؤشر.

2- مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية:

ظهرت مؤشرات أسواق الأوراق المالية في البداية لغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير من أجل التنبؤ باتجاهات السوق وسرعة تحركاته، ولم يدخل ضمن حساب تلك المؤشرات:

- قياس أداء السوق.
- قياس أداء المحافظ أي المخاطر المنتظمة للمحافظ الاستثمارية.
- توزيعات الأرباح.

فالتطور السريع في التكنولوجيا المعلومات والاتصالات بدوره ساعد على ظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء البورصات، والتي يتم نشرها بواسطة البورصات ذاتها عن طريق المؤسسات الصناعية أو المعاهد الإحصائية أو المؤسسات المالية، وتقوم كل جهة من هذه الجهات بتصميم مؤشراتها لتتفق مع الحاجات المتنوعة للمستفيدين منها.[1]

وتختلف مؤشرات الأسواق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة، وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى. كذلك تختلف المؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعا لأساليب بناءها ولهذا سوف نحاول سرد بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية الأكثر نشاطا.

2-1- مؤشرات الأسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية:

وتعتبر من المؤشرات الأكثر شهرة في العالم ونذكر:

2-1-1- مؤشر دواجونز الصناعي: يعتبر مؤشر داوجونز "Dow djones " أحد أقدم المؤشرات فقد قام تشارلز داو والذي يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهي صحيفة وول ستريت Wall street jornal في: 1885/02/16 بإصدار مؤشره والذي عرف بمؤشر داوجونز وكان يتضمن 12 سهما أي 10 أسهم من أسهم شركات السكك الحديدية وسهمين 02 من أسهم شركات الصناعية والتي تحتل آنذاك الأسهم الأكثر نشاطا في بورصة نيويورك وبعد مرور أربعة سنوات تضمن مؤشر داوجونز عشرون سهما أي 18 من أسهم السكك الحديدية و02 من أسهم شركات الصناعية.[2]

وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهما ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهما للعينة.[3]

---

[1] - أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 222.

[2] - محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 256.

[3] - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 261.

ويتم حساب المؤشر على أساس سعر الإقفال للأوراق المالية المكونة للعينة المعتمدة في حساب المؤشر ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير طبقا لحالة سوق الأوراق المالية.

كما تتميز الأسهم 30 شركة بـ:

- ارتفاع قيمتها السوقية.
- أكثر انتشارا ومعرفة.
- ضخامة عدد المساهمين.

وما تجدر إليه الإشارة أنه يتم تمثيل 30 شركة داخل المؤشر بمعدل سهم لكل منها ولهذا وجهت للمؤشر داوجونز عدة انتقادات موضوعية تتمثل في:

أ- يحتوي مؤشر داوجونز على 30 سهم فقط، عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700 سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائيا خاصة وأن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها إلى 500 مفردة مثل مؤشر ستاندر أند بور.

ب- هناك تحيز إلى حجم العينة ومدى تمثيلها لمؤشر داو جونز للشركات الصناعية.

ج- يتم ترجيح أسهم مؤشر داو جونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة.

2-1-2- مؤشر ستاندر آند بور: بدأ تكوين مؤشر ستاندر آند بور في:1957/03/04. ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة، ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداما وأصبح الآن يعرف باسم S & P 500 لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي:[1]

425 سهم من الشركات الصناعية.

25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء...إلخ.

50 سهم من شركة الخدمات العامة.

ويضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة IBM وشركة GENERAL MOTORS حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عن مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر، وتجدر الإشارة إلى أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر.[2]

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم في الفترة}}{\text{القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس}}$$

هناك ارتباط بين مؤشر ستاندرأند بور 500 وبين أسواق المال العالمية من خلال التدفق الحر لرؤوس الأموال عبر الدول، وقد زاد في السنوات الأخيرة كنتيجة للاندماج العالمي للأسواق الأوراق المالية مما يؤدي بمعاملات الارتباط إلى الارتفاع كلما زاد التكامل.

من الانتقادات الموجهة لمؤشر ستاندر أند بور 500 تأثره الشديد بالتغير في أسعار الأسهم مرتفعة السعر والتي لها عدد كبير من الأسهم، أي قيمة المؤشر لا

1- محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 253.

2- أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق ،ص: 248.

تتأثر بالتغير في أسعار الأسهم المنخفضة القيمة، وخير مثال على ذلك تغير أسعار منشآت المنافع العامة التي تمثل 5% من العينة لا يؤثر على قيمة المؤشر الكلي.

2-2- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان:

بخصوص أسعار الأسهم هناك مؤشران يكثر استخدامهما في البورصات اليابانية ولهما شهرة عالمية وهما[1]:

2-2-1- مؤشر نيكاي NIKKEI: تم إنشاءه عام 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة. وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار الـ 225 مؤسسة لعينته والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

2-2-2- مؤشر توبيكس TOPIX: لقد تم إنشاؤه بتاريخ: 1968/01/04 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي أعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني، وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي.

2-3- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا: يمكن أن نذكر في هذا النطاق المؤشرين التاليين:[2]

2-3-1- مؤشر كاك CAC لكافة الأسهم: يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو مؤشر أكثر تمثيل يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ: 1981/12/31.

2-3-2- مؤشر كاك CAC 40: ويتم حسابه انطلاقا من عينة تتكون من 40 شركة فرنسية مقيدة في سوق التسديد الشهري، وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة لقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ: 1987/12/31 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 نقطة، وتتم عملية حساب المؤشر كاك CAC40 وفق الصيغة الموالية :

$$\text{مؤشر cac40} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية القاعدية المعدل}} \times 1000$$

2-4- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا: هناك **3** مؤشرات الأكثر استخداما وشهرة في البورصات البريطانية وهما:

---

[1] - زوبل محمود أمين و البطريق يونس، **بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 123.

[2] - براق محمد، **بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية**، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999، ص:179.

2-4-1- مؤشر فاينانشال تايمز FT-SE 100 Chare index 100: يعد هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويعرف كذلك باسم (Footsi). ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائدة والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا من الأسهم المحلية المتداولة، وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الإقفال ليوم العمل المنتهي في: 1983/12/30 وتم إعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها 1000 في هذا التاريخ.

ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجع ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر والتي لاترتجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق مثل التغير في رأس المال الشركات المصدرة للأسهم المؤشر ويتم حساب قيمة المؤشر كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني معين يطلق عليه **EPIS** اختصارا لمصطلح Electronic price information computer ببورصة إنجلترا ويتم نشره على شاشات عرض ملحقة بحاسبات آلية " TOPIC " وهي اختصار لمصطلح Teletext out put of price information by computer ويتم عرض قيمة المؤشر في نفس الوقت بالمقصورة ويتم توزيع ونشر قيمة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر.[1]

2-4-2- مؤشر فايناشل لكثافة الأسهم FT-All – Share: يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن استخدامها كمؤشرات عامة للمحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا Beta وهناك العديد من صناديق الاستثمار الإنجليزية التي تكون محافظ استثماراتها بالاعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر مضروبا في 2.

2-4-3- مؤشر الفاينانشال تايمز الـ FT 30 Chares index 30: يعتبر من أقدم المؤشرات أسواق الأوراق المالية البريطانية وأكثرها حسابا منذ عام 1935 ويضم المؤشر 30 سهما لأكبر الشركات الصناعية ببريطانيا، وما تجدر الإشارة إليه هو أنه يمثل 35% من جملة قيمة الأسهم المتداولة ببورصة لندن مما يعكس تحركات السوق بالكامل وبالكفاءة.

ولقد كان الغرض الرئيسي من حساب هذا المؤشر على المتوسط الهندسي ولا يتم ترجيح أسهم المؤشر حتى يتم إعطاء كافة أسهم المؤشر أوزانا متساوية أي أنه يهمل حجم الشركات المصدرة لأسهم المؤشر.[2]

كما رأينا في هذا المبحث الأخير من هذا الفصل أن لكفاءة سوق الأوراق المالية عدة مستويات، تتحدد بمدى تأثير وصول المعلومات الخاصة بالمؤسسات المصدرة للأوراق المالية التي يتم

---

[1] - أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص ص: (251-252).

[2] - نفس المرجع والصفحة.

تداولها في السوق على أسعار هذه الأوراق، وكذا مدى قدرة المستثمرين على تحقيق أرباح استثنائية من خلال الاستفادة غير العادية من هذه المعلومات. هذا الأمر جعل جل إدارات البورصات تفرض مستوى معين من الإفصاح عن ما يتعلق بالمؤسسات المدرجة ضمنها حتى تحقق أعلى مستوى من العدالة الذي يؤدي بدوره إلى تحقيق أعلى مستوى من الكفاءة لهذه الأسواق.

إضافة لذلك تم تبيان مؤشرات السوق التي يتم من خلالها مراقبة أداء الأسواق، حيث تعبر هذه المؤشرات عن حالة السوق في وقت معين مقارنة بالأوقات السابقة، وقد التطرق لأهم المؤشرات العالمية.

خلاصة الفصل:

تمثل سوق الأوراق المالية الآلية التي يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية التي تحقق فوائض إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجز، وبذلك تساهم سوق الأوراق المالية في تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها. ومن خلال ما سبق يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية لها دور بالغ الأهمية يتجلى في جملة من الوظائف، والتي من أهمها توفير التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية وتوفير السيولة اللازمة للمستثمرين وتوجيه المدخرات نحو الأنشطة الإنتاجية والفعالة.

وتتميز سوق الأوراق المالية بالتنوع الكبير والتداخل فيما بين أقسامها، حيث تصنف حسب عدة معايير، فحسب معيار توقيت الإصدار تقسم إلى سوقين، سوق أولية يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها والاكتتاب فيها لأول مرة، وسوق ثانوية يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها، وهذا التعامل إما يكون منظم عن طريق البورصة أو غير منظم عن طريق البنوك وسماسرة الأوراق المالية، أما حسب معيار آجال العمليات فتقسم إلى أسواق حاضرة وأسواق آجلة.

هذا وتبقى السلعة الرئيسية في سوق الأوراق المالية تتمثل في الأوراق المالية، حيث تصنف هذه الأوراق من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل الملكية وأوراق تمثل المديونية وأخرى هجينة بالإضافة إلى أوراق أخرى حديثة نسبيا.

كما يتم التعامل في سوق الأوراق المالية بين مجموعة من المتعاملين هم الطالبون لرؤوس الأموال، العارضون لها، الوسطاء والمحكمون والمراقبون.

أما المحور الأخير من هذا الفصل الذي اهتم بفعالية السوق، فقد مكن من الوقوف على مفهوم وشروط تحقيق فعالية السوق، حيث اتضح أن السوق الفعالة هي تلك السوق التي تكون فيها المعلومات المتوفرة متاحة ومتماثلة لجميع المستثمرين وبتكاليف منخفضة نسبيا، مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية قليلا جدا.

وكذا اهتم هذا المحور بالعديد من المؤشرات التي يمكن من خلالها قياس فعالية السوق، وتم عرض مجموعة من المؤشرات الخاصة بعدة دول قوية وتملك أسواق مالية نشطة وفعالة ويتم التداول فيها على المستوى العالمي.

الـفـصـل الـثـالـث:
أسـواق الأوراق المـالـيـة

مـقدمـة:

تعتبر سوق الأوراق المالية (البورصة) أداة هامة في اقتصاد أي دولة وعنصرا أساسيا في تقويم المؤسسات، حيث أنها تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصرهم بوضع المؤسسات التي يتم تداول أوراقها في هذه السوق، فمن خلال ذلك التقويم يتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم لمؤسسة ما دليل واضح على وجود خلل وضعف مركزها المالي، مما يتطلب إجراء بعض التعديلات والإجراءات لتصحيح الخلل.
تلعب الأسواق المالية المنظمة والمرنة دورا حيويا في تعبئة الموارد والمدخرات وتهيئتها للاستثمار، وكذا في بعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة وتحريك عجلة النمو الاقتصادي، كما تساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية والوطنية المهاجرة. وفضلا عن ذلك يمكن القول بأن نجاح برنامج الإصلاح الاقتصادي يتوقف على مدى وجود سوق مالية نشطة، تعمل على تنمية وتوسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية في سوق منظمة.

كما أن هذه الأسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات المالية والأوراق المهجنة، التي تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي فهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب.

كما أن تقبلها ورواجها يقتضي منها توفير الكم والكيف اللازم من المعلومات حتى تكون محل ثقة وحتى يتمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات رشيدة، خاصة في عصر العولمة حيث تلاشت في ظلها الحدود وأصبح المستثمرين يبحثون على مواطن الربح في أي مكان سواء في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية أو في الأسواق الأوروبية وفي اليابان أو حتى في أسواق الأوراق المالية الناشئة، هذه الأخيرة التي ساهم التحرر المالي في ظهورها وتطورها من جهة كما تسبب في وقوع أعنف الأزمات المالية بها.

لهذا قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

- المبحث الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية.
- المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
- المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية.

للتعرف على الأسواق المالية بشكل عام، سنرى كيف نشأت هذه السوق وماهية وظيفتها الأساسية وذلك بالتطرق إلى كيفية أدائها همزة وصل بين المدخرين والمستثمرين.

حيث تمثل سوق الأوراق المالية مجالا واسعا للتعامل في الأموال المتوسطة والطويلة الآجال، حيث أنها تمثل قناة يتم من خلالها انسياب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية التي تمثل جانب عرض الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا في الموارد المالية، والتي تعكس جانب الطلب على هذه الموارد.

سنعمل على دراسة جوانب سوق الأوراق المالية من خلال المطالب التالية:

- المطلب الأول: نشأة وتعريف سوق الأوراق المالية.
- المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية.
- المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: نشأة وتعريف سوق الأوراق المالية.

لابد في البداية من الرجوع إلى تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية (البوصة) وذلك لكي يتسنى لنا معرفة الهدف والغاية التي أنشأة من أجلها سوق الأوراق المالية، لأن معرفة هذه الأخيرة يقودنا لتوضيح صورة هذه السوق من خلال سرد مختلف التعاريف التي تمكننا من فهم أكثر لهذا المصطلح (البورصة).

1- نشأة سوق الأوراق المالية:

في بداية القرن الرابع عشر احتلت مدينة (**بروج**) البلجيكية المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية، فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الست الأكبر العاملة في مجال الصرافة أو الصيرفة في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع، ومن ثم كتابة بوالص التأمين، إضافة إلى كل ما يمت بصلة لعمليات بيع وشراء النقود.

أما الرئيس الذي كان يستقبل تلك العائلات في منزله، فكان يدعى (**فاندر بورص Vender Bourse**) ومنه أتى اسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع والخدمات بالإضافة لعمليات بيع وشراء العملة.[1]

ويعتبر المؤرخون عام 1339م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم عائلة الشخص السابق الذكر، الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية، الذين كانت تنحصر وظيفتهم في تلك الفترة بقبول الإيداعات ومنح القروض.

وبعد أن بدأ يضمحل الدور الهام الذي لعبته مدينة بروج ومرفأها في مجال التبادلات التجارية والمالية مع نهاية القرن الرابع عشر انتقل هذا الدور لمدينة أخرى تقع شمال بلجيكا أيضا هي (**آنفرس** ANVERS)، ويعتبرها مؤرخو علم الاقتصاد بأنها أول سوق نقدية في أوروبا بكل ما في الكلمة من معنى، كما ينسب هؤلاء المؤرخون ظهور موضوع أو فكرة الحسم لتجار تلك المدينة، ومما زاد في أهميتها اعتبارها من قبل البرتغاليين بمثابة المركز الرئيس لكافة أنواع التجارة الدولية، وخاصة تجارة التوابل بين شرق العالم وغربه.[2]

---

[1]- عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 08.

[2]-شمعون شمعون، **البورصة**، الطبعة الأولى، أطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص ص: (08-09).

وفي عام 1595م ظهرت بورصة **ليون الفرنسية** الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، إذ إن بورصة باريس لم تحظ بالأهمية القصوى إلا بدءا من عام 1639م عندما ظهر إلى الوجود عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع حسم الكمبيالات التجارية، وتأكد هذا النجاح بعد مائة عام تقريبا (1724م) عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس.

وتعود البدايات الأولى لظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرفت باسم (**البورصات**) والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة رؤوس الأموال.[1]

وقد زادت أهمية البورصات في تعبئة المدخرات والموارد المالية وخاصة في الدول الرأسمالية باعتبارها إحدى المتطلبات الأساسية لتمويل ودعم الاقتصاد ووحداته الإنتاجية المختلفة، مما أدى إلى تعميم وانتشار هذه الأسواق المالية. وارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، ففي فرنسا مثلا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724م بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا أنشأت بورصة لندن للأوراق المالية في عام 1776م، والتي ارتبطت عضويا مع الظهور المبكر للرأسمالية البريطانية، واستقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في بريطانيا في أوائل القرن السابع عشر في مبنى خاص أطلق عليه (Royal Exchange)، أما فيما يتعلق بالبورصات الأوروبية الأخرى وكذلك في الولايات المتحدة الأمريكية فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر. فقد أنشأت أول بورصة للأسهم في عام 1821م وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق وهو (**وول ستريت**) الأمريكية، وبورصة نيويورك في عام 1821م، ثم بورصة طوكيو عام 1878م ثم شرعت الدول تباعا في إنشاء أسواق الأوراق المالية على غرار البورصات العالمية سالفة الذكر، وبقيت بورصة باريس في المركز الثاني عالميا بعد بورصة لندن.

وبعد قيام الثورة الفرنسية عام 1789م والانقلابات الجذرية التي أحدثتها على أغلب الأصعدة، أدى ظهور اقتصاد الحرب الذي خلق حالة من التضخم القوي وانهيار في العملة الوطنية ما نتج عنه غلق للبورصة ولعدم تمكن السلطات الحكومية من تسديد ديونها العامة إلا جزئيا وبعملة منخفضة القيمة إلى حد كبير.

وفي النصف الثاني من القرن التاسع عشر أدى الازدهار المتحقق في قطاع البناء (في باريس خاصة) وظهور الشركات المتخصصة بهذا القطاع، وكذلك التطور الكبير في الخدمات العامة (شركات القطاع العام) وكذلك ظهور أعداد كبيرة ومتزايدة من المصارف، إلى توسيع كبير في البورصة.

ومع بداية القرن العشرين، أمكننا ملاحظة زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسجلة في البورصة مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات، ليس فقط في باريس وإنما في كافة البورصات الدولية أيضا، ففي الحقيقة ساعدت غزارة الادخار المتحقق في القطاع العائلي في بريطانيا وفرنسا والولايات المتحدة الأمريكية واليابان إلى انطلاقة قوية في موضوع الإصدارات الأجنبية الجديدة وبالطبع عادت وانخفضت هذه

[1]- عصام حسين، مرجع سابق، ص: 10.

الأخيرة في فترة ما بين الحربين العالميتين، لتظهر بقوة فائقة منذ بداية عقد الخمسينيات.

وأخيرا، ومع نهاية عقد الثمانينات يمكننا أن نلاحظ بأن ترتيب البورصات الدولية قد تغير لصالح الولايات المتحدة واليابان من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها، وتعود المرتبة الأولى من فترة لأخرى بالتناوب إما لبورصة نيويورك أو لبورصة طوكيو تاركة وراءها البورصات الأوروبية (لندن، باريس، فراكفورت).[1]

2- تعريف سوق الأوراق المالية ومكوناتها:

بعد أن تعرفنا على تاريخ ظهور الأسواق المالية نقدم التعاريف الآتية للتدقيق في مفهومها، كما يتم تناول مكوناتها.

2-1- تعريف سوق الأوراق المالية:

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية يمكن ذكر:

التعريف الأول:" سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع."[2]

التعريف الثاني:" سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية المتوسطة والطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها "[3]

التعريف الثالث: " سوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بـ " البورصة"، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم بواسطة الحاسوب،كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمؤسسات والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتداول أوراق مالية لمؤسسات وهيئات من دول أجنبية.[4]

التعريف الرابع: تعرف سوق الأوراق المالية بأنها" الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول".[5]

---

[1]- عصام حسين، مرجع سابق، ص ص:(12-13).

[2]-محمد سويلم، **إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر، ص: 272.

[3]- عبد الباسط وفا محمد حسن، **بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة**، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص: 25.

[4]- ضياء الدين مجيد الموسوي، **البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات**، منشورات image، مصر، 1998، ص ص:6-7.

[5]- عبد الباسط وفا محمد حسن، مرجع سابق، ص: 49.

التعريف الخامس: " شبكة تمويل للمدى البعيد مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي".[1]

التعريف السادس: "هي المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من اجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر بمراعاة شروط معينة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية".[2]

من خلال المفاهيم السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي:

"سوق الأوراق المالية سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهما وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم، فإنه يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة".

بعد عرض التعاريف المختلفة للسوق يمكن الخروج بالاستنتاج التالي:

" سوق الأوراق المالية (البورصة) هو سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار انه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات، وتعرف باسم سوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون من السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشترين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات، مع سهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهي أيضا سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب".

2-2- أقسام سوق الأوراق المالية:

تنقسم أسواق الأوراق المالية بدورها إلى:

2-2-1- أسواق أولية: ويدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية.

ويتم تصريف وبيع الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع، ويأتي بنوع من التفصيل كما يلي:[3]

2-2-1-1- مصرف الاستثمار: هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لمصرفي الاستثمار، والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين، وتظهر وظائفه في:

أ- النصح والمشورة، نظرا للخبرة، وما يتوافر لديه من كفاءات.

ب- الاكتتاب في الأوراق المالية، أي شراء مصرف الاستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين.

---

[1]- P.Conso, **La gestion financière de l'entreprise**, Tome 2, 2 ème édition, Edition Dunod, paris, 1989, p:387.

[2]- بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، السنة الدراسية 2006/2005، ص: 34.

[3]- بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 35.

ج- التسويق، وذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمشترين، ولا يتم التسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة، والتي تؤكد من توافر الشروط القانونية...إلخ.

2-2-1-2- أسلوب البيع المباشر: تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تبيع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما يوفر ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن الشركة قد تتقاضى سعر فائدة أعلى، كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوافرة.

2-2-2- الأسواق الثانوية: وتدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية.

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين:[1]

2-2-2-1- أسواق منظمة: وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام .. الخ.

2-2-2-2- الأسواق غير المنظمة: وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات.

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

أ-السوق الثالث: وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

ب- السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج

---

[1]- أحمد سعد عبد اللطيف، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص ص: (7- 11).

البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.

المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية.

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق،كما تؤدي عدة وظائف، لذا يتم تناول في هذا المطلب العنصرين الآتيين:

1- خصائص سوق الأوراق المالية:

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:[1]

أ- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

ب- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

ج- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

د- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.

ه- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

و- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية، وهي:[2]

ز- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

ي- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا.

---

[1]- جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص: 56.

[2]- طاهر حيدر حردان، **مبادئ الاستثمار**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص: 32.

س- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

2- وظائف سوق الأوراق المالية:

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:

أ- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.[1]

ب- سوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء.[2]

ج- كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر[3].

د- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختباره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها[4].

ه- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة، والأسعار.[5]

وما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع الميل أو هبوطه لدى المنتجين، وهذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر إلى الأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، ومنها ما

[1] - A.Choinel et G. Rouyer, **Les marchés financiers structures et acteurs**, 2ème édition, Revue banque, Paris, 1997, p: 35.
[2]- A.Choinel et G. Rouyer , OP.CIT , P :35.
[3] - A.Choinel et G. Rouyer , OP.CIT , P :35.
[4]- منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، **الأسواق والمؤسسات المالية**، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997، ص: 45.
[5]- رسمية قرياقص، **أسواق المال**، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999، ص: 48.

يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يخزنون من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الاقتصادي بالزيادة.

و- أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عملات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.[1]

ز- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية نذكر منها:[2]

- **كفاءة التسعير:** بمعنى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.
- **كفاءة التشغيل:** بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.
- **عدالة السوق:** بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
- **الأمان:** يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس، وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي تعمد إليها بعض الأطراف.

ي- أداة لتقويم الشركات والمشروعات: حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها، أو في سياساتها أملا في تحسين مركزها.[3]

س- أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة، انطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق.

[1]- رفيق شرياق، **دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأي المال –حالة الجزائر-**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة المجاستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، السنة الدراسية 2005/2004، ص: 20.

[2]- نفس المرجع والصفحة.

[3]- نفس المرجع والصفحة.

ع- أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني، حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.[1]

ص- أداة جذب للاستثمارات الأجنبية، وتوطيد التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.[2]

م- أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية، التشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات تتبع إدارتها سياسات كفئة تحقق نتائج أعمال جيدة، وتتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فان نتائج أعمالها، لن تكون مرضية لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.[3]

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية.

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية، ولتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية نحاول البحث في العناصر الآتية:

1- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية:

يشترط في سوق المنظمة أن يتم فيه التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل صالة للتعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدات التعامل ووحدات لتغير الأسعار، كلما كان ذلك ضروريا، وتحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.[4]

من خلال ما سبق يتضح أن مكونات نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية تتكون من:

1-1- صالة التداول: وهو مكان المخصص للتداول.

1-2- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة: وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط، مؤسسة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من أهم صناع السوق، وموجهوه، فهو المحرك الرئيسي النشط للأوراق المالية بذاتها، وبالتالي فهو أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة.

---

[1]- بن زاوي نسرين، **آثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال –مع إشارة خاصة لحالة الجزائر-**، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، السنة الدراسية 2007/2006، ص: 62.

[2]- نفس المرجع والصفحة.

[3]- نفس المرجع والصفحة.

[4]- أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 29.

كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية، ويوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل.[1]

ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازناته من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.

1-3- طرق التداول بسوق الأوراق المالية: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين:[2]

أ- طريقة المفاوضة: وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

ب- طريقة المزايدة: وفي هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

2- المتعاملون: هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

2-1- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:[3]

2-1-1- المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

2-1-2- المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

2-1-3- المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب

---

[1]- محسن أحمد الخضيري، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع ، مصر، 1999، ص ص: (55 -56).

[2]- أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 30.

[3]- نفس المرجع، ص: 32.

العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.
وللمضاربة وظائف يمكن إيجازها في العناصر التالية:
أ- معادلة العرض بالطلب أي تحقيق توازن.
ب- العمل على موازنة الأسعار وعدم تقلبها.
ج- تشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.
2-1-4- المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:
أ- المستثمر الداخلي: ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.
ب- المستثمر العادي: ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.
2-2- تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالبين: يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، أنه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار.

وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال.
2-2-1- العارضون لرأس المال: وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم عارضو رؤوس الأموال إلى فئتين:[1]
أ- الفئة الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس.
ب- الفئة الثانية: تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.
ومما سبق ذكره يمكن استنتاج أن الادخار الجماعي مفضل على الادخار الفردي للأسباب التالية: [2]
أ- محرك السوق ومنعشها.
ب- يجمع ويعبأ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة.
ج- يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة ومستمرة.
د- يعوض الأفراد عن نقص خبرتهم ويقلل من المخاطر حيث أن هذه الشركة لها خبرة بالسوق.
2-2-2- الطالبون لرؤوس الأموال: ويقصد بالطالبين لرؤوس الأموال في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف

[1]- محمود أمين زوبل ويونس البطريق، **بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 51.
[2]- مصطفى رشدي شيحة، **اقتصاديات النقود والمصارف**، الطبعة السادسة، دار المعرفة، مصر، 1996، ص: 551.

تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية ...الخ.

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركو السوق، ويمكن تقسيمهم إلى:[1]

أ- السماسرة ووكلاء التبادل.

ب- صناديق الاستثمار.

ج- المحكمون والمراقبون": يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

3- الأوامر:

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر.

وهناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية نذكر بعضها التي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة، والتي يراها صاحب الأمر أنها تتلاءم لتنفيذ الصفقة هي:[2]

أ- الأوامر بالسعر أحسن سواء في الشراء أو البيع.

ب- الأوامر بالسعر محدد وتتحدد ما بين السعر الأعلى والسعر الأدنى.

ج- الأوامر المرتبطة بالشرط: يطلب صاحب الأمر من وسيطه أن يشتري أوراقا مالية معينة، بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقا، والعكس صحيح في عملية التنازل، كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ، أي أن الصفقة تتم على أساس مبلغ محدد عند الشراء أو البيع.

د- أوامر السوق: وهو السعر الذي يتحدد من خلال تلاقي قوى الطلب وقوى العرض، وهو الأكثر دقة وشيوعا، وبموجب هذا النوع من الأوامر فإن المستثمر يعطي تعليمات لسمسارة كي يبيع ويشتري عددا من الأوراق بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في الأسواق أي أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع، وبأسرع وقت ممكن. ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمان التنفيذ، أما من أهم عيوبه فهو أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ الأمر إلا عند إخطاره به، كما عليه قبول السعر السائد في السوق، غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة العالية، قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر، وذلك على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة

---

[1]- أحمد صيام زكي، **مبادئ الاستثمار**، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 1997، ص: 60.

[2]- محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق- بورصات)**، الطبعة الثانية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص: 250.

إلى أخرى عادة ما تكون محدودة، وإن كانت هذه القاعدة ليست عامة، فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة التقلب كثيرا، ذلك ما يلحق خسائر بالمستثمر الذي يستخدم مثل هذا النوع من الأوامر.

4- شروط الدخول إلى البورصة:

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة.

ويمكن تلخيص الشروط العامة في النقاط التالية:[1]

أ- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

ب- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح مابين 20% إلى 25%، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.

ج- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.

د- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.

ه- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

و- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

تعتبر الشروط السابقة الذكر القاسم المشترك للشروط التي تفرضها مختلف البورصات في العالم ، لكن يمكن أن تكون هناك شروط أخرى تختلف من بوصة إلى أخرى ومن دولة إلى أخرى.

بعدما تم سرد مختلف الجوانب والملامح العامة للسوق المالية، في مختلف مطالب هذا البحث، والتي تم التطرق فيها لكل من تاريخ نشأة السوق وتعريفها، وكذا خصائصها ووظائفها، إضافة إلى تنظيم السوق المالية. نكون قد تعرفنا بصفة شاملة على السوق المالية، لكن حتى نتمكن من دراسة أعمق للسوق ومعرفة ما يتم تداوله داخلها بشكل مفصل لابد من دراسة مختلف الأوراق المالية التي تتداول في السوق المالية، وهذا ما سيتم دراسته في المبحث الموالي.

[1]- بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 43.

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية.

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل للمؤسسات أو الحكومات وغيرها من سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطى لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو عليهما معا، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها، ولتوضيح ما سبق قسمنا هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

- المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم بأنواعها).
- المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات).
- المطلب الثالث: المشتقات والأوراق المهجنة.

المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم).

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، وتتميز الأسهم بعدة خصائص ومزايا، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

1- تعريف السهم ومختلف قيمه:

قبل التطرق لمختلف القيم التي يأخذها السهم ينبغي التطرق أولا لتعريفه.

1-1- تعريف السهم: يمكن تقديم عدة تعاريف للسهم:

أ- التعريف الأول: الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.[1]

ب- التعريف الثاني: "السهم هو حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري".[2]

ج- التعريف الثالث: "الأسهم تشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون".[3]

وعليه فمن المفاهيم السابقة نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، تمثل حق ملكية للمكتتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس مال شركة الأموال.

1-2- قيم السهم: للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

1-2-1- القيمة الاسمية للسهم: هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص

---

[1]- مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، **الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، 1993، ص: 169.

[2]- شمعون شمعون، مرجع سابق ، ص: 21.

[3]- هوشيار معروف كاكامولا، **الاستثمار والأسواق المالية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص: 92.

عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

وتعرف أيضا بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملا وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكها، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.[1]

1-2-2- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال التساهمي} + \text{الاحتياطيات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

نستنتج مما سبق ذكره أن القيمة الاسمية تمثل مفهوما قانونيا، أما القيمة الدفترية فتمثل مفهوما محاسبيا.

1-2-3- القيمة السوقية: هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية، السياسية، والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية، واختناقات الاقتصاد المحلي، هذا فضلا عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها، وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع، والدور الذي تمارسه إدارة السوق المالية في تكريس الاستقرار وتجاوز الاختناقات ونشر المعلومات، وقد تبين أن القيم الورقية للأسهم العادية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية السبعينيات وحتى منصف التسعينيات من القرن العشرين، قد تغيرت من مرة واحدة إلى عشر مرات.[2]

وفي سوق الأوراق المالية لا تمثل كل من القيمة الاسمية والقيمة الدفترية التقييم الحقيقي للسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق تتوقف على العائد الذي يتوقع توليده، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر.

ويمكن استنتاج أن القيمة السوقية للسهم تمثل محصلة التقاء قوى العرض والطلب، أي من خلالهما يتحقق السعر العادل للسهم الذي يتداول به في سوق أوراق المالية،

---

[1]- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العبد، **الاستثمار في الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 191.

[2]- هو شيار معروف كاكا مولا، مرجع سابق، ص: 92.

وتلعب كل من القيمة الدفترية والقيمة الاسمية دورا هاما في تحديد القيمة السوقية التي تباع بها الأسهم في سوق الأوراق المالية.

2- أنواع الأسهم وخصائص كل منها:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم :

2 -1- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي:

2-1-1- أسهم اسمية: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على ما يلي:[1]

- الاسم، اللقب، صناعة، وطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأسمالها، ومركزها.
- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به.
- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

2-1-2- أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها.[2]

2-1-3- أسهم لأمر: للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.[3]

2-2- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:[4]

2-2-1- أسهم عينية: هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو محزونات، أو براءة اختراع، مقدرة ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

2-2-2- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

2-2-3- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

2-3- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

---

[1] -شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 22.

[2] - مراد كاظم، **البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية**، ا الطبعة الثانية، المطبعة التجارية، مصر، 1967، ص:34.

[3] - شمعون شمعون، مرجع سابق،ص:23.

[4] - بوكساني رشيد ، مرجع سابق، ص: 46.

2-3-1- الأسهم العادية: وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية.[1]

وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل:

- في المرحلة الأولى، يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة.
- أما في المرحلة الثانية، يتم تداول هذه الأسهم كأي أداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية، وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأس مال الشركة، بل أنها مجرد عملية تداول بين البائعين والمشترين والوسطاء، ونقل حقوق الملكية من شخص لآخر، وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والثانوية.

2-3-2- الأسهم الممتازة: هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة وهي:[2]

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند، وأحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في حصص الأرباح الموزعة.
- إن العائد لا يتغير، فإن سعر السهم الممتاز مستقر نسبيا.
- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم.
- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها في حالة التصفية قبل حملة الأسهم الممتازة، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

هناك عدة مزايا تعود على الشركة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند.

كما أن عدم توزيع أرباح مقررة على حملة الأسهم الممتازة لا يسبب إفلاس الشركة، إضافة إلى ذلك، فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، ويترتب على ذلك زيادة المقدرة الافتراضية للشركة.

---

[1]- هوشيار معروف كاكامولا، مرجع سابق، ص ص:(92 – 94).
[2]- عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، **الأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص ص:(159-160).

وهناك ميزات أخرى للأسهم الممتازة، منها ميزة الأرباح الموزعة التراكمية التي في حالة عدم توزيع الشركة أرباح في سنة ما على حملة الأسهم الممتازة لعدم تحقيق أرباح كافية، فإن الأرباح المستحقة لتلك السنة تنقل إلى السنة التي تليها، أي أنه يتطلب من الشركة في السنة القادمة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة، والمستحقة قبل أن تقوم بتوزيع أية أرباح على الأسهم العادية، وهذا يحفظ حق حملة الأسهم الممتازة في الأرباح المستحقة المقررة لهم بغض النظر عن مستوى أرباح الشركة.

المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات).

تشكل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع يمكن تناولها في النقاط الموالية:

1- تعريف السند:

بالرغم من تعدد التعاريف المقدمة للسندات إلا أنها تؤدي نفس المعنى، وفيما يلي بعض هذه التعاريف:

التعريف الأول: تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض" المصدر" بدفع مبلغ معين من المال" القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.[1]

التعريف الثاني: السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل أو متوسط الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد.[2]

التعريف الثالث: السند ورقة مالية تمثل قرضا طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.[3]

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السندات تمثل دينا على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على إقراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق، وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي:[4]

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة.
- معدل الكوبون، حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

---

[1] - B.laget, **Les nouveaux outils financiers**, Top édition, Paris, 1990, p :18.

[2]- عبد النافع عبد الله الزرري وغازي فرج، مرجع سابق ، ص ص:(160-161).

[3] - J. peyrard, **La bourse**, 3éme édition, Imprimerie hérissey a ayreux, Paris, 1993, P: 27.

[4]- سعيد توفيق عبيد، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص: 51.

- أجل الاستحقاق، وهو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبيا.
- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.
- السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية.
- الاهتلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول اهتلاك القرض السندي، حيث تحدد تعاقديا عند الإصدار، وتوجد عدة صيغ للاهتلاك تتمثل في الاهتلاك الكلي أو الاهتلاك عن طريق أقساط ثابتة.

وللسندات قيمة اسمية وقيمة جارية، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد، أما القيمة الجارية هي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية.

2- أنواع السندات:

تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن أن التمييز بين السندات وفقا للمعايير التالية:

2-1- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعيين رئيسيين وهما:[1]

2-1-1- سندات عامة : وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، شركات القطاع العام أو القطاع الخاص والخواص وهذا بهدف تحقيق ما يلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة.
- الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.
- تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد.
- التحكم في الأزمات الاقتصادية، وخاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية للتقليل من حجم السيولة المتداولة، وفي حالة الكساد تقوم بشراء السندات والزيادة في السيولة العامة، وذلك بهدف تحقيق التوازن الكلي.

2-1-2- سندات خاصة: وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، ومن أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

2-2- أنواع السندات حسب طريقة السداد: يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد وهما:[2]

2-2-1- سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حامليها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

---

[1] - G. Defosse et P. Balley, **La bourse des valeurs, que sais-je**, 16ème édition, Edition Bouchène, Alger, 1993, P:18.

[2]- بوكساني رشيد ، مرجع سابق، ص: 51.

2-2-2- سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

2-3- أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها: ويمكن أن نميز بين:[1]

2-3-1- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.

2-3-2- سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

2-4- أنواع السندات حسب معدل العائد: نميز نوعان وهما:

2-4-1- سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكونه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

2-4-2- سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

2-5- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة: وتتفرع إلى:[2]

2-5-1- سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

2-5-2- سندات الدخل: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

2-6- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما:[3]

2-6-1- سندات مضمونة: من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.

2-6-2- سندات غير مضمونة: الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

3- الفرق بين الأسهم والسندات:

---

[1]- سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص: 52.

[2]- عبده محمد مصطفى محمد، **تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، ص: 15.

[3]- محمد عثمان إسماعيل حميد، **أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال**، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص: 139.

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات، يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول أدناه:

الجدول رقم 04: مقارنة بين الأسهم والسندات

السهم	السند
1- جزء من رأس المال الشركة.	1- دين على الشركة.
2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.	2- حامل السند دائن بقيمة السند.
3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.	3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.
4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.	4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.
5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان.	5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.
6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.	6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.
7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.	7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.
8- عائد الأسهم يعتبر توزيعا للأرباح يخضع للضريبة.	8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.
9- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.	9- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.
10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار.	10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.

المصدر: الموسوي ضياء الدين مجيد، **البورصات**، **أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات**،منشورات image، 1998.ص ص: (44-45).

المطلب الثالث: المشتقات والأوراق المهجنة.

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين، بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات، لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما معا.

ونظرا لأن تداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم وفق صورتين، إما عمليات آجلة أو عمليات عاجلة، أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات، ولتوضيح أكثر يتم في هذا المطلب تناول عنصرين هما:

1- **المشتقات:** لفهم أكثر لهذه الأداة سوف نورد تعريفها وكذلك أنواعها.

1- 1- تعريف المشتقات:

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو

السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبليات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.[1]

1-2- أنواع المشتقات: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

1-2-1- عقود الاختيار: تعتبر عقود الاختيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الاختيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الاختيار في السنوات الأخيرة بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

1-2-1-1- تعريف عقود الاختيار: يمكن تعريف عقود الاختيار كما يلي:

أ- التعريف الأول :عقود الاختيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما.[2]

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما.

ب- التعريف الثاني: اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه، وبسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ، وهو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدما.[3]

قبل المرور إلى أنواع عقود الاختيار يجب توضيح بعض العناصر هي:[4]

أ- مشتري حق: هو الذي يقوم بشراء حق الاختيار، ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافأة يدفعها لمحرر الاختيار.

ب- محرر الاختيار: هو الشخص الذي يحرر عقد الاختيار مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من مشتري الاختيار.

ج- سعر التنفيذ: هو سعر الورقة وقت إبرام العقد.

د- سعر السوقي: هو سعر الورقة عند انتهاء الاتفاق.

ه- تاريخ التنفيذ: إبرام العقد أو التاريخ الذي يتم فيه التعاقد بين مشتري الحق ومحرر الاختيار.

و-تاريخ الانتهاء: هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الاختيار بتنفيذه.

ز- المكافأة: هي المقدار الذي يدفعه مشتري الحق للمحرر مقابل أن يكون للمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

---

[1]- أحمد صالح عطية، **مشاكل المراجعة في أسواق المال**، دار الجامعية، مصر، 2003، ص: 211.

[2]- منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 605.

[3]- خالد وهيب الراوي، **الاستثمار- مفاهيم تحليل إستراتيجية**، دار المسيرة، عمان، الأردن، 1998، ص: 309.

[4]- محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص:(332-333).

1-2-1-2- أنواع عقود الاختيار: وفيما يلي مختلف أنواع عقود الاختيار وهناك نوعان من الخيارات وهي:[1]

أ - خيار النداء: يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق الاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فانه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه.

ب- خيار الطرح: ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

ويتضح مما سبق أنه يلزم في حالة شراء شخص ما إحدى الخيارات ضرورة أن يتوفر ملتزم أمام صاحب الخيار، أي يلتزم توفر طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار، ويسمى هذا الأخير الملتزم أمام صاحب الخيار بكاتب الخيار.

1-2-2- العقود المستقبلية: يتم التطرق هنا إلى مختلف تعاريف العقود المستقبلية، ومختلف أنواعها.

1-2-2-1- تعريف العقود المستقبلية: يمكن تعريف العقود المستقبلية كما يلي:

أ- التعريف الأول: "تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، وتمثل هذه الأدوات تعاقدا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه ".[2]

ب- التعريف الثاني: ويعرف العقد المستقبلي أيضا على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال.[3]

1-2-2-2- أنواع العقود المستقبلية: من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

---

[1]- حسن عطا غنيم، **المشتقات المالية**، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005 المنظمة العربية لتنمية الإدارية، ص ص: (55 -56).

[2]- محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ، 2001، ص: 413.

[3]- أحمد صالح عطية، مرجع سابق، 2003، ص: 234.

أ- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.[1]

ب - العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.[2]

ج- عقود مستقبلية على سلع: هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.[3]

1-2-3- العقود الآجلة: هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة ومؤسسة أعمال على إتمام صفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق.

وتتم تسوية العقد عند استحقاقه، حيث يقوم البائع بتسليم الأصل إلى المشتري، مقابل تسوية سعر التسليم، علما أن الأساس في بناء السعر هو السعر السوقي للأصل.

وتكون قيمة العقد الآجل صفرا عند إبرامه، ثم يمكن أن تكون له قيمة موجبة أو سالبة حسب تحركات السعر في السوق، فإذا ارتفع سعر الأصل بعد إبرام العقد تصبح قيمة العقد موجبة بالنسبة للمشتري والعكس بالنسبة للبائع.[4]

1-2-4- عقود المبادلة: وهي النوع الأكثر حداثة ظهرت مع بداية سنة 1980، وهي عبارة عن تبادل عقود. وتسمح عملية التبادل هذه بالانتقال من وضعية عدم الاستقرار إلى وضعية استقرار، فمثلا في أسواق معدلات الفائدة يمكن مبادلة دين بمعدل ثابت مقابل دين بمعدل متغير، وفي أسواق الصرف تتم مبادلة دين بالدولار مثلا مقابل دين بالأورو، أيضا تتم مبادلة سعر متغير لسعلة ما (النفط) مقابل سعر مستقر.

وهناك عقود التبادل فيما بين البنوك وهي العملية التي تسمح بمبادلة عملة بعملة أخرى، بمبالغ موافقة مقيمة بأسعار حاضرة ولنفس المدة، كما يمكن أن تتم عملية المبادلة فيما بين الشركات حيث تتبادل القروض بشكل يسمح لكليهما

---

[1]- رمضان زياد، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998، ص: 100.

[2]- عبد الباسط وفا حسن، **بورصة الأوراق المالية**، دار النهضة العربية للنشر، مصر، 1996، ص: 40.

[3]- أحمد صالح عطية، مرجع سابق، 2003، ص: 235.

[4]- محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 133.

بالاستفادة من أحسن شروط الإقراض على سوق معينة، يمكن أخذ حالة إبدال عملات: شركة أمريكية تحتاج إلى جنيهات إسترلينية لأحد فروعها، فهنا سوف تقترض أولا دولارات في الولايات المتحدة الأمريكية، عند شروط متغيرة بالنسبة لها، وتستطيع بعد ذلك إبدال (مقايضة) قرضها مع شركة بريطانية والتي بدورها تبحث عن دولارات ولكن تحصل عليها الآن بطريقة أسهل وعند أسعار مناسبة.[1]

2- الأوراق المهجنة: سميت بالمهجنة لأنها هجينة لنوعين من الأوراق المالية، وستتضح الفكرة أكثر بالتطرق لتعريفها وكذا أنواعها.

2-1- تعريف الأوراق المهجنة:

تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما، وعليه فإن الأوراق المهجنة لها بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.[2]

2-2- أنواع الأوراق المهجنة:

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأوراق المهجنة:

2-2-1- الأسهم الممتازة: ويمكن تعريفها كما يلي:

أ- التعريف الأول : "جزء من الملكية ولكن ليست حقيقية، حيث أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية".[3]

ب- التعريف الثاني: " مستند ملكية له قيمة اسمية، دفترية، سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة".[4]

فالسهم الممتاز ليس له نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية،كما تتميز هذه الأسهم بأنها دائمة ما دامت المؤسسة قائمة ومستمرة، فهي ليس لها تاريخ استحقاق محدد.

2-2-2- شهادات الاستثمار: وتعرف كما يلي:

هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه

[1]- أسماء بلميهوب، **العولمة المالية وآثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة**، رسالة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، السنة الدراسية 2004/2003، ص ص: (55-56).

[2]- منير إبراهيم هندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص: ب.

[3]- عبده محمد مصطفى محمد، مرجع سابق، ص:68.

[4]- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 68.

سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة.[1]

2-2-3- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:

تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.[2]

في المبحث تطرقنا لمختلف أنواع الأوراق المالية، بتعريفاتها وكذا أنوعها وغيره من الخصائص المتعلقة بها. فهناك أوراق الملكية وأوراق المديونية وأخرى سميت بالمشتقة والهجينة لكونها ليست أوراق ملكية مئة بالمائة ولا أوراق مديونية، فهي تمزج بين النوعين.

كما هو متداول فإن هذه الأوراق يتم تداولها في سوق الأوراق المالية (البورصة)، وتختلف هذه السوق من دولة إلى أخرى وكذا من بورصة إلى أخرى داخل الدولة الواحدة. هذا الاختلاف أدى بالاقتصاديين المتخصصين بدراسة هذه الأسواق للحكم على كفاءتها وكذا مراقبتها من وضع مؤشرات توحي بحركة السوق، كل هذا سوف نتطرق إليه في مبحثنا التالي.

المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

لقد أصبحت البورصة تستقطب الكثير من المستثمرين نظرا لما قد تدر عليهم من أرباح، إذ أصبحوا يوظفون مبالغ ضخمة فيها، الأمر الذي يقتضي توافر قدر من البيانات والمعلومات حول السوق، فلا يختلف اثنان حول أهمية المعلومة والإفصاح عنها، بل يعد ذلك أساسيا لسلامة أي سوق واستمراره لذا يتوجب توفير المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق، حتى يتمكن المستثمرون من ترشيد قراراتهم، فالإفصاح عن المعلومة قد سنت له قوانين تعمل على انتظام الإفصاح عنها ونشرها في الوقت المناسب، فتحديد قيمة الأوراق المالية بناء على المعلومات المتوفرة هو تحديد لقيمتها الحقيقية في هذا السوق فهذا الأخير يؤمن بأن أي معلومة ترد إلي السوق تنعكس بسرعة في سعر الورقة المالية ويسمى ذلك السعر: السعر العادل، ليس هذا فحسب بل يعتمد المستثمرون على مؤشرات البورصة التي ترسم اتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة فهي تعطي صورة مسبقة عن السوق للمستثمر الجديد والقديم على السواء، فهي بمثابة مقياس لدرجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة، فهو يلخص بشكل عام أداء السوق، والمؤشرات ليست من شكل واحد بل هي على عدة أنواع، كما أن لكل دولة مؤشراتها فنجد مؤشرات في الو.م.أ وأخرى في اليابان وأخرى في الدول الأوروبية، كما أن داخل البلد الواحد تختلف المؤشرات من سوق لأخرى.

وللتوضيح أكثر قسمنا هذا الفصل إلى مطلبين هما:

- المطلب الأول: فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية.

---

[1] - Y. Simon, **Encyclopédie de marchés financiers**, tome 1, Economica, paris, 1997, p : 03 .

[2]- بوكساني رشيد ، مرجع سابق، ص: 60.

- المطلب الثاني: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية.

أثارت فكرة كفاءة أسوق الأوراق المالية ومازالت تثير اهتماما الباحثين والمتعاملين في هذا الأسواق لما يمكن أن يتوقع عنها، فوفقا لمفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم للمؤسسة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعود مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء غير السارة والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار.

وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، فلن يتمكن أي منهم في تحقيق السبق في الحصول على المعلومات أو في تحليلها ومن ثمة فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، لهذا سوف يتم البحث في العناصر الآتية:

1- تعريف ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية:

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبط ومتداخل مع المفهوم العام للفعالية، فالفاعلية في هذا السياق تعني إمكانية تحقيق الهدف والوصول إلى نتائج التي يتم تحديدها مسبقا وإن الهدف عبارة عن نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد.

فالكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية.

1-1- تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية:

تعرف السوق الكفأة بأنها سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:[1]

أ- التخصيص الأمثل للموارد.

ب- التقييم الدقيق للمبادلات.

ج- تقديم خدمات بأقل تكلفة.

كما يقصد بالسوق الكفء، ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما، كافة المعلومات المتاحة، والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول بأنه في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة المعنية التي يتولد عنها عائد يلعب دور التعويض للمستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في تلك الأسهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار تكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر وتساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه وأن سعر السهم في السوق الكفء يعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وهذا يشير إلى نقطة جديرة بالاهتمام هي أن تكون المعلومات

[1] - J. Teulie et topsa calian, **Finance,** Edition Vuibert, Paris, p p :(74-75).

متاحة للجميع وهذا لا يعني أن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تحيط بها متطابقة تماما فقرارات بعض المساهمين المحترفين وحتى غير المحترفين الذين يتسمون بالفطنة سوف تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق فالمهم أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة أي ليست مغال فيها أو أقل مما ينبغي أي مبنية على معلومات سليمة.[1]

مفهوم ثالث: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم وتتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء، إذا كانت إيجابية أم لا، وفي سوق يمتاز بكفاءة يعكس سعر السهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها وسائل الإعلام، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المؤسسة والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رسملة الأرباح، ورقم الأعمال وغيرها ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما.[2]

من خلال ما سبق يمكن تقديم مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية كما يلي:

- يكون سوق الأوراق المالية كفؤ إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات في سوق الأوراق المالية ومن الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق الأوراق المالية.
- منافسة تامة
- توفر المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق
- أن تصل هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

1-2- متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية :

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصتين أساسيتين وهما:[3]

1-2-1- كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق

[1]- منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص ص: (489-490).

[2]- حسان حضر، **تحليل الأسواق المالية**، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، مارس 2004، العدد السابع والعشرون (27)، ص ص: (8-9).

[3]- عبد الغفار حنفي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)**، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص:(191-192).

الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب التالية:

أ- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.

ب- قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا لا يحدث إلا لعدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة.

هذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

1-2-2- كفاءة التشغيل: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين إلى صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستعجلهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

وتوفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي:[1]

أ- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشترين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.

بتحقيق هذا الشرط لسوق الأوراق المالية، يتوفر ما يعرف بخاصيتي العمق والاتساع. حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الاستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

ب- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة أوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، وبتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة. كما أن توفر هذه الخاصية

---

[1]- محمد مطر، **إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)**، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص ص:(133- 134).

توفر لسوق الأوراق المالية ميزة هامة هي ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

ج- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

د- توفر عنصر الشفافية: بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة، ويحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات. وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.

و- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

كما يشترط أن تكون سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولا، ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانيا، ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة. على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

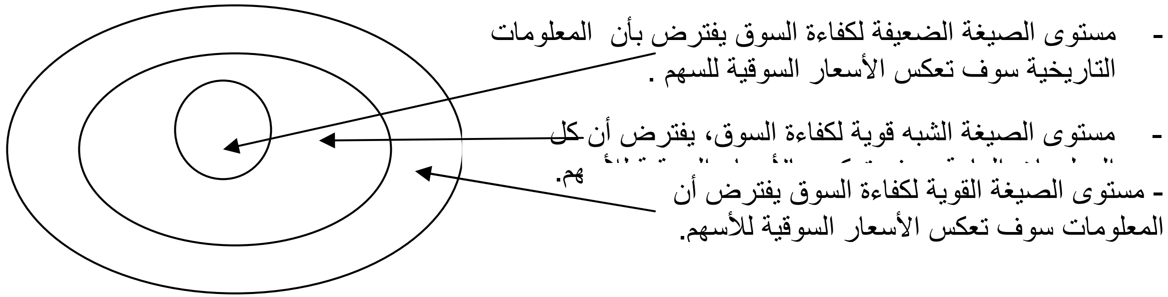
2- المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية:

من الأمور التي يجب إدراكها أن كفاءة أسواق الأوراق المالية هي مفهوم نسبي وليس مطلق، يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى.

وبعبارة أخرى أن من بين خصائص السوق الكفء، أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه، لذا يجب التعرض إلى المستويات المختلفة للكفاءة الأسواق الأوراق المالية والتي يمكننا توضيحها من خلال هذا الشكل أدناه.[1]

شكل رقم 01: المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم

[1]- حمزة محمود الزبيدي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص: 124.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2001، ص 149.

والجدير بالذكر أن هذا التقسيم للمستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية ناتج عن الدراسة التطبيقية التي قام بها الباحث فاما **Fama** عام 1965 حلل بموجبها حركة أسعار الأسهم المستخدمة في حساب متوسط، داو جونز Dow jones، حيث راقب **Fama** الحركة اليومية للأسعار (30سهم) خلال 5 سنوات وقد خلص من دراسته إلى قياس الدرجة العشوائية التي تحصل في تقلبات أسعار الأسهم، وقد بين تماما أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى المستثمر في الأسهم وبشكل مفاجئ قادرة أن تغير من نظرة المستثمر المستقبلية وبما أن المعلومة التي تصل إلى المستثمر مستقلة عن غيرها من ناحية الزمن لذلك فإن أسعار الأسهم أي القيمة السوقية سوف تتقلب عشوائيا صعودا ونزولا وفقا لنوع المعلومة التي ترد إلى السوق.

وفي هذا الإطار يتم تناول المستويات المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية وهي:[1]

2-1- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق :

تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق، هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي حدثت فيه في الماضي. وهو ما يعني أن عملية التنبؤ ستكون على دراسة المتغيرات التي طرأت على السعر في الأيام الماضية أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى وهذا ما يعرف بصيغة الفرضية الضعيفة بنظرية الحركة العشوائية.

2-2- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق:

و يطلق عليها أيضا صيغة فرضية السوق المتوسطة، وتقتضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المؤسسة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الاستجابة ضعيفة لأنها تكون مبينة على وجهة نظر أولية عن تلك المعلومات، غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم.

---

[1]- عبد الغفار حنفي، **البورصات، أسهم سندات، صناديق الاستثمار**، المكتب العربي الحديث، مصر، بدون سنة الطبع، ص 155.

2-3- الصيغة القوية لكفاءة السوق:

بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة أي المعلومات المنشورة العامة. إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين وقد ثبتت صحة هذا الفرض.

نلاحظ من المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية أن صيغة الفرضية الضعيفة لكفاءة الأسواق أقرب إلى الواقع نظرا لأن حركة الأسعار في السوق هي حركة عشوائية طالما أن هذه المعلومات تصل إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم.

المطلب الثاني: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية والحكم على أداء المديرين وأداة تقدير مخاطر المحفظة المالية لذلك ارتأينا أن نبحث في العناصر الآتية:

1- ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

سوف نتطرق في هذا العنصر إلى نقطتين هما:

1-1- تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية واستخداماتها:

للمؤشرات عدة تعاريف وعدة استخدامات يمكن التفصيل فيها من خلال الأتي:

1-1-1- تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية: تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات أسواق الأوراق المالية، يمكن ذكر:

التعريف الأول: "مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها. ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم".[1]

التعريف الثاني: "يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينية من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه".[2]

يلاحظ من خلال التعريف أنه يعتمد على جملة من المعطيات نذكر منها:

أ- قيمة الأسهم الشركات.

ب- أسهم الشركات المنظمة وغير المنظمة.

كما يلاحظ أن القيمة تتحدد عن طريق حاصل ضرب الكمية المباعة من الأوراق المالية في سعرها، ومن هذا المفهوم نستنتج أنه هناك نوعين من المؤشرات:

---

[1]- محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 251.

[2]- حسان حضر، مرجع سابق، ص: 07.

أ- مؤشرات عامة وهي تقيس حالة السوق بصفة عامة وهو المؤشر الذي يقيس حالة الاقتصاد الكلي.
ب- مؤشر جزئي (قطاعي) وهو يقيس حالة السوق في قطاع معين (قطاع الصناعة، قطاع الخدمات...إلخ).
التعريف الثالث: مؤشرات البورصة هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى.[1]
من خلال ما سبق ذكره يمكن تقديم مفهوم مؤشر أسواق الأوراق المالية.
"على أنها تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معا من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاعي سوقي بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة".

1-1-2- استخدامات المؤشرات في أسواق الأوراق المالية :

هنالك العديد من الفوائد التي تتيحها مؤشرات السوق للمهتمين والمتعاملين في البورصات، ومن أهم هذه الاستخدامات:[2]
أ- يساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي عبر صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع، وبالتالي فالتعرف على الأداء الاقتصادي ممكنا نسبيا من خلال تغيرات مؤشرات السوق.
ب- أن الأساس النظري لقيام السوق المالية هو مقارنة وتبادل الأصول المالية، لذلك فعندما يعكس مؤشر حالة السوق تغيرات محفظة أسهم السوق، وكأنه يقدم نموذجا لمدراء المحافظ الاستثمارية، أو حاملوا الأوراق الفرديين أو المؤسسات المالية الوسيطة لمبادلة أصولهم ببعض وفق نموذج العائد الذي يعكسه مؤشر السوق بعائد المستثمر لمستوى مخاطر معينة، وهو ما ينجم عن التعرف على النجاح النسبي والفشل النسبي في القرارات الاستثمارية.
مع ضرورة الإشارة إلى أن التنويع يعد منهجا استثماريا لتقليل المخاطر، لذلك وببساطة يمكن استخدام المؤشر في مقارنة محفظتين احدهما تمثل عائدا بمتوسط مخاطرة وكما يعكس مؤشر السوق، وأخرى بعائد ومخاطر مقارنة بما يعكسها مؤشر محفظة المستثمر.
ج- التعرف على الاتجاهات السائدة في سوق رأس المال والتي تعكس في أحد جوانبها المهمة اتجاهات النشاط الاقتصادي.
ولاحظنا أن معرفة اتجاه السوق يمكن من اتخاذ القرار الاستثماري (شراء أو بيع) في الوقت المناسب، فمثلا عندما تكون حركة مؤشر السوق متزايدة فإنه سوقا صعوديا، بينما توضح الحركة التناقصية لمؤشر السوق بأنه سوقا نزوليا، ووفق هذين الاتجاهين اللذان يعكسهما مؤشر السوق يتخذ القرار الرشيد من قبل المستثمرين.
إذن يمكن استخدام مؤشرات السوق لأغراض بناء التوقعات التي تعد أساس القرار الاستثماري.

2-1- المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية:

[1] - P. Topscalian, **Les indices boursières sur action**, Economica, Paris, 1996, p : 09
[2]- محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص: (299-300).

هناك عدة متغيرات تحدد قيمة مؤشرات سوق الأوراق المالية، هذه المتغيرات تجعل المؤشر يعبر عن الحالة الحقيقية للسوق، ومن هذه المتغيرات ما هو كمي وما هو نسبي.

1-2-1- حجم العينة وملاءمتها:

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب:[1]

أ- **في الحجم**: فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.

ب- **الاتساع**: فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف قطاعات السوق.

ج- **المصدر**: فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية ".

وما تجدر إليه الإشارة إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين مثل القطاع الصناعي فيجب أن تكون كافة الشركات الصناعية ممثلة في العينة دون تحيز لنوع معين من الشركات الصناعية.[2]

2-2-1- الأوزان النسبية لمفردات العينة :

يوجد ثلاثة طرق للترجيح وهي:[3]

أ- **الترجيح على أساس أسعار الأسهم الفردية**: يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر. فإذا كان هناك مؤشر معين يتكون من ثلاثة أسهم وكانت أسعار الأسهم على الترتيب 80 ون، 70ون، 50ون. فإنه يتم تحديد الوزن النسبي للسهم بقسمة سعر سهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر والتي تمثل في هذه الحالة القيمة المطلقة للمؤشر ويكون الوزن النسبي للأسهم الثلاثة على النحو التالي على سبيل المثال:

السهم	سعر السهم (و.ن) وحدة نقدية	الوزن النسبي لأسهم المؤشر
أ	80	**0.40** = 200 ÷ 80
ب	70	**0.35** = 200 ÷ 70
ج	50	**0.25** = 200 ÷ 50
المجموع	**200**	**1**

ب- **الترجيح على أساس تساوي الأوزان**: في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر أي معامل الترجيح، ويتم حساب هذا العامل على أساس سعر السهم الذي يعادل مقلوب سعر السهم.

ومن ثمة فإن الوزن النسبي المتساوي للأسهم = سعر السهم × معامل الترجيح.

ج- **الترجيح على أساس القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر**: في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها

---

[1]- حسان خضر، مرجع سابق، ص: 8.

[2]- أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 235.

[3] - P. Topscaliane, Op.cit , pp: (25-39).

ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس سعر الأسهم الفردية للمؤشر إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

ويتضح من خلال التحليل السابق أنه :

- تختلف قيمة وعائد المؤشر باختلاف الطريقة المستخدمة في ترجيح أسهم المؤشر.
- يعبر عائد المؤشر عن العائد الناتج عن تغير أسعار أسهم المؤشر.
- يتم الوصول إلى العائد الكلي للمؤشر عن طريق إضافة توزيعات الأرباح على أسهم المؤشر إلى بسط معادلة العائد لتحديد العائد الكلي لمحفظة الأوراق المالية المكونة للمؤشر.

2- مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية:

ظهرت مؤشرات أسواق الأوراق المالية في البداية لغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير من أجل التنبؤ باتجاهات السوق وسرعة تحركاته، ولم يدخل ضمن حساب تلك المؤشرات:

- قياس أداء السوق.
- قياس أداء المحافظ أي المخاطر المنتظمة للمحافظ الاستثمارية.
- توزيعات الأرباح.

فالتطور السريع في التكنولوجيا المعلومات والاتصالات بدوره ساعد على ظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء البورصات، والتي يتم نشرها بواسطة البورصات ذاتها عن طريق المؤسسات الصناعية أو المعاهد الإحصائية أو المؤسسات المالية، وتقوم كل جهة من هذه الجهات بتصميم مؤشراتها لتتفق مع الحاجات المتنوعة للمستفيدين منها.[1]

وتختلف مؤشرات الأسواق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة، وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى. كذلك تختلف المؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعا لأساليب بناءها ولهذا سوف نحاول سرد بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية الأكثر نشاطا.

2-1- مؤشرات الأسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية:

وتعتبر من المؤشرات الأكثر شهرة في العالم ونذكر:

2-1-1- مؤشر دواجونز الصناعي: يعتبر مؤشر داوجونز "Dow djones " أحد أقدم المؤشرات فقد قام تشارلز داو والذي يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهي صحيفة وول ستريت Wall street jornal في: 1885/02/16 بإصدار مؤشره والذي عرف بمؤشر داوجونز وكان يتضمن 12 سهما أي 10 أسهم من أسهم شركات السكك الحديدية وسهمين 02 من أسهم شركات الصناعية والتي تحتل آنذاك الأسهم الأكثر نشاطا في بورصة نيويورك وبعد مرور أربعة سنوات تضمن مؤشر داوجونز عشرون سهما أي 18 من أسهم السكك الحديدية و02 من أسهم شركات الصناعية.[2]

وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهما ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهما للعينة.[3]

---

[1] - أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 222.

[2] - محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 256.

[3] - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 261.

ويتم حساب المؤشر على أساس سعر الإقفال للأوراق المالية المكونة للعينة المعتمدة في حساب المؤشر ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير طبقا لحالة سوق الأوراق المالية.

كما تتميز الأسهم 30 شركة بـ:

- ارتفاع قيمتها السوقية.
- أكثر انتشارا ومعرفة.
- ضخامة عدد المساهمين.

وما تجدر إليه الإشارة أنه يتم تمثيل 30 شركة داخل المؤشر بمعدل سهم لكل منها ولهذا وجهت للمؤشر داوجونز عدة انتقادات موضوعية تتمثل في:

أ- يحتوي مؤشر داوجونز على 30 سهم فقط، عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700 سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائيا خاصة وأن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها إلى 500 مفردة مثل مؤشر ستاندر أند بور.

ب- هناك تحيز إلى حجم العينة ومدى تمثيلها لمؤشر داو جونز للشركات الصناعية.

ج- يتم ترجيح أسهم مؤشر داو جونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة.

2-1-2- مؤشر ستاندر آند بور: بدأ تكوين مؤشر ستاندر آند بور في:1957/03/04. ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة، ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداما وأصبح الآن يعرف باسم S & P 500 لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي:[1]

425 سهم من الشركات الصناعية.

25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء...إلخ.

50 سهم من شركة الخدمات العامة.

ويضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة IBM وشركة GENERAL MOTORS حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عن مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر، وتجدر الإشارة إلى أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر.[2]

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم في الفترة}}{\text{القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس}}$$

هناك ارتباط بين مؤشر ستاندرأند بور 500 وبين أسواق المال العالمية من خلال التدفق الحر لرؤوس الأموال عبر الدول، وقد زاد في السنوات الأخيرة كنتيجة للاندماج العالمي للأسواق الأوراق المالية مما يؤدي بمعاملات الارتباط إلى الارتفاع كلما زاد التكامل.

من الانتقادات الموجهة لمؤشر ستاندر أند بور 500 تأثره الشديد بالتغير في أسعار الأسهم مرتفعة السعر والتي لها عدد كبير من الأسهم، أي قيمة المؤشر لا

---

[1]- محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 253.
[2]- أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق ،ص: 248.

تتأثر بالتغير في أسعار الأسهم المنخفضة القيمة، وخير مثال على ذلك تغير أسعار منشآت المنافع العامة التي تمثل 5% من العينة لا يؤثر على قيمة المؤشر الكلي.

2-2- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان:

بخصوص أسعار الأسهم هناك مؤشران يكثر استخدامهما في البورصات اليابانية ولهما شهرة عالمية وهما[1]:

2-2-1- مؤشر نيكاي NIKKEI: تم إنشاءه عام 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة. وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار الـ 225 مؤسسة لعينته والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

2-2-2- مؤشر توبيكس TOPIX: لقد تم إنشاؤه بتاريخ: 1968/01/04 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي أعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني، وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي.

2-3- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا: يمكن أن نذكر في هذا النطاق المؤشرين التاليين:[2]

2-3-1- مؤشر كاك CAC لكافة الأسهم: يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو مؤشر أكثر تمثيل يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ: 1981/12/31.

2-3-2- مؤشر كاك CAC 40: ويتم حسابه انطلاقا من عينة تتكون من 40 شركة فرنسية مقيدة في سوق التسديد الشهري، وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة لقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ: 1987/12/31 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 نقطة، وتتم عملية حساب المؤشر كاك CAC40 وفق الصيغة الموالية :

$$\text{مؤشر } cac40 = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية القاعدية المعدل}} \times 1000$$

2-4- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا: هناك **3** مؤشرات الأكثر استخداما وشهرة في البورصات البريطانية وهما:

---

[1] - زوبل محمود أمين و البطريق يونس، **بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 123.

[2] - براق محمد، **بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية**، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999، ص:179.

2-4-1- مؤشر فايننشال تايمز FT-SE 100 Chare index 100: يعد هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويعرف كذلك باسم (Footsi). ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائدة والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا من الأسهم المحلية المتداولة، وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الإقفال ليوم العمل المنتهي في: 1983/12/30 وتم إعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها 1000 في هذا التاريخ.

ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجع ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر والتي لارتجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق مثل التغير في رأس المال الشركات المصدرة للأسهم المؤشر ويتم حساب قيمة المؤشر كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني معين يطلق عليه **EPIS** اختصارا لمصطلحElectronic price information computer ببورصة إنجلترا ويتم نشره على شاشات عرض ملحقة بحاسبات آلية " TOPIC " وهي اختصار لمصطلح Teletext out put of price information by computer ويتم عرض قيمة المؤشر في نفس الوقت بالمقصورة ويتم توزيع ونشر قيمة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر.[1]

2-4-2- مؤشر فايناشل لكثافة الأسهم FT-All – Share: يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن استخدامها كمؤشرات عامة للمحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا Beta وهناك العديد من صناديق الاستثمار الإنجليزية التي تكون محافظ استثماراتها بالاعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر مضروبا في 2.

2-4-3- مؤشر الفايننشال تايمز الـ FT 30 Chares index 30: يعتبر من أقدم المؤشرات أسواق الأوراق المالية البريطانية وأكثرها حسابا منذ عام 1935 ويضم المؤشر 30 سهما لأكبر الشركات الصناعية ببريطانيا، وما تجدر الإشارة إليه هو أنه يمثل 35% من جملة قيمة الأسهم المتداولة ببورصة لندن مما يعكس تحركات السوق بالكامل وبالكفاءة.

ولقد كان الغرض الرئيسي من حساب هذا المؤشر على المتوسط الهندسي ولا يتم ترجيح أسهم المؤشر حتى يتم إعطاء كافة أسهم المؤشر أوزانا متساوية أي أنه يهمل حجم الشركات المصدرة لأسهم المؤشر.[2]

كما رأينا في هذا المبحث الأخير من هذا الفصل أن لكفاءة سوق الأوراق المالية عدة مستويات، تتحدد بمدى تأثير وصول المعلومات الخاصة بالمؤسسات المصدرة للأوراق المالية التي يتم

[1] - أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص ص: (251-252).
[2] - نفس المرجع والصفحة.

تداولها في السوق على أسعار هذه الأوراق، وكذا مدى قدرة المستثمرين على تحقيق أرباح استثنائية من خلال الاستفادة غير العادية من هذه المعلومات. هذا الأمر جعل جل إدارات البورصات تفرض مستوى معين من الإفصاح عن ما يتعلق بالمؤسسات المدرجة ضمنها حتى تحقق أعلى مستوى من العدالة الذي يؤدي بدوره إلى تحقيق أعلى مستوى من الكفاءة لهذه الأسواق.

إضافة لذلك تم تبيان مؤشرات السوق التي يتم من خلالها مراقبة أداء الأسواق، حيث تعبر هذه المؤشرات عن حالة السوق في وقت معين مقارنة بالأوقات السابقة، وقد التطرق لأهم المؤشرات العالمية.

خلاصة الفصل:

تمثل سوق الأوراق المالية الآلية التي يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية التي تحقق فوائض إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجز، وبذلك تساهم سوق الأوراق المالية في تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها. ومن خلال ما سبق يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية لها دور بالغ الأهمية يتجلى في جملة من الوظائف، والتي من أهمها توفير التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية وتوفير السيولة اللازمة للمستثمرين وتوجيه المدخرات نحو الأنشطة الإنتاجية والفعالة.

وتتميز سوق الأوراق المالية بالتنوع الكبير والتداخل فيما بين أقسامها، حيث تصنف حسب عدة معايير، فحسب معيار توقيت الإصدار تقسم إلى سوقين، سوق أولية يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها والاكتتاب فيها لأول مرة، وسوق ثانوية يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها، وهذا التعامل إما يكون منظم عن طريق البورصة أو غير منظم عن طريق البنوك وسماسرة الأوراق المالية، أما حسب معيار آجال العمليات فتقسم إلى أسواق حاضرة وأسواق آجلة.

هذا وتبقى السلعة الرئيسية في سوق الأوراق المالية تتمثل في الأوراق المالية، حيث تصنف هذه الأوراق من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل الملكية وأوراق تمثل المديونية وأخرى هجينة بالإضافة إلى أوراق أخرى حديثة نسبيا.

كما يتم التعامل في سوق الأوراق المالية بين مجموعة من المتعاملين هم الطالبون لرؤوس الأموال، العارضون لها، الوسطاء والمحكمون والمراقبون.

أما المحور الأخير من هذا الفصل الذي اهتم بفعالية السوق، فقد مكن من الوقوف على مفهوم وشروط تحقيق فعالية السوق، حيث اتضح أن السوق الفعالة هي تلك السوق التي تكون فيها المعلومات المتوفرة متاحة ومتماثلة لجميع المستثمرين وبتكاليف منخفضة نسبيا، مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية قليلا جدا.

وكذا اهتم هذا المحور بالعديد من المؤشرات التي يمكن من خلالها قياس فعالية السوق، وتم عرض مجموعة من المؤشرات الخاصة بعدة دول قوية وتملك أسواق مالية نشطة وفعالة ويتم التداول فيها على المستوى العالمي.

الـفـصـل الـرابـع:
اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية

مقدمـــة:

تعتبر عملية اتخاذ القرارات جزء من حياة الفرد اليومية، فالفرد يبدأ يومه باتخاذ سلسلة من القرارات تتعلق بعمله وأوقات راحته أو الأموال التي سيقوم بإنفاقها وهكذا. واتخاذ القرارات عملية تمتد أطرافها إلى كل خطوة في كل عمل يؤديه أي مدير أو أي مسؤول عن اتخاذ القرار، ذلك لأن أي عمل يقوم به إنما يتم من خلال اتخاذ قرار معين سواء كان هذا القرار يتطلب قدرا أكبر من الدراسة والتحليل كما في حالة القرار الذي يؤدي إلى تغيير السياسة المنتهجة أو كان هذا القرار لا يتطلب قدرا أكبر من الدراسة والتحليل.

يواجه المستثمرون العديد من المشكلات لكنها ليست متساوية في درجة الأهمية، فبعضها محدد الأبعاد ومتكرر، والبعض الآخر لا يتصف بمثل هذا التحديد ولا يتكرر إلا على فترات متباعدة، وربما لا يحدث إلا مرة واحدة فقط، وينتج عن هذا التنوع في المشكلات تنوع في طبيعة وشكل المعلومات، وكذا الطرق والأساليب المستعملة لمعالجة هذه المعلومات التي يحتاجونها لاتخاذ القرارات المناسبة، خاصة أن اتخاذ القرار السليم أصبح إحدى التحديات التي يواجهونها اليوم نظرا للتقلبات الهائلة في البيئة المحيطة بالمؤسسة في ظل العولمة (زيادة المنافسة سواء كانت داخلية أم خارجية، تأثر المؤسسة بالأزمات العالمية نظرا لتداخل اقتصاديات البلدان فيما بينها) وتعقد المتغيرات التي تواجهها.

كنتيجة لهذا التنوع في المشكلات ظهرت عدة أساليب لدراسة واتخاذ القرارات الاستثمارية، كل واحد من هذه الأساليب له طريقته في تحليل المعلومات وما يحتاجه كل أسلوب من معلومات وكذلك المؤشرات التي يوفرها لمتخذي القرار الاستثماري.

في عالم الاستثمار في الأوراق المالية يواجه المستثمرين مشكلات في تحديد قراراتهم المتعلقة بالأوراق المالية، سواء من حيث اختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها، أو في تحديد سعر الورقة المالية المراد شراؤها أو بيعها، وكذلك في عملية اختيار الوقت المناسب للبيع أو الشراء وغيرها من القرارات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية. لذلك عمل المستثمرون على إيجاد أساليب علمية ترشدهم وتوجههم في عملية اتخاذ القرارات المناسبة حتى تكون أقرب للرشد، فتمخض عن ذلك عدة أساليب يتم الاعتماد عليها من طرف المستثمرين والمحللين الماليين بشكل كبير في توجيه قراراتهم وسنركز على أسلوبين رئيسيين هما (التحليل الفني والتحليل الأساسي).

التحليل الفني يعد من ابرز الأساليب المستخدمة من طرف المحللين الماليين والمستثمرين إلى جانب التحليل الأساسي، فالتحليل الفني يعتمد في أسلوبه على الأحداث التاريخية أو الأحداث الماضية التي يتخذها كقاعدة بيانات للاعتماد عليها في توقع المستقبل، فيعمل على إيجاد قاعدة تعامل ترشد المستثمر إلى التوقيت الذي يجب أن يقوم فيه بعملية الشراء أو البيع. فالمحللون الماليون يقومون بتحليل أداء السوق (أو أسهم معينة) في الماضي، حتى يتمكنوا من توقع أداء هذا السوق (أو أسعار هذه الأسهم) في المستقبل، أي أن هذا الأسلوب يقوم على استبدال تحليل البيانات المالية وتوقعات الأرباح المستقبلية واحتمالات نموها، بدراسة وتحليل المعلومات التاريخية المتعلقة بأسعار الأسهم وحجم التداول.

كما أن دراسة الاستثمار لا بد وأن يتعرض للتحليل الفني وذلك لأن العديد من المستثمرين والشركات الاستثمارية ومكاتب الخدمات الاستشارية يتحدثون ويستخدمون التحليل الفني، كما أنه ظل ولا زال يستخدم في السوق الأمريكي، والأكثر من ذلك أنه يساعد في تقديم رؤى

خاصة بالبعد النفسي للسوق، وحتى إذا كانت هذه الطريقة غير صحيحة إلا أن العديد من المستثمرين يتصرفون كما لو كانت سليمة.
بالإضافة إلى التحليل الفني هناك مدخل أخر لتقييم الأسهم والسوق المالية وهو التحليل الأساسي، حيث يركز هذا الأخير على الظروف الاقتصادية مثل (مستوى التوظيف والنمو الاقتصادي) وعلى الظروف المالية مثل (مستوى واتجاه التغيرات في أسعار الفائدة)، ويبحث هذا المدخل أيضا في مدى قدرة المؤسسة على تحقيق زيادة أو تعظيم ربحيتها وإمكانات نمو مصادر تمويلها، ويقارن المحللون الماليون الذين يستخدمون هذه الطريقة بين مؤسسات الصناعة الواحدة للتعرف على المؤسسات التي تتمتع بوضع مالي أفضل وإمكانات نمو قوية، وتتم المقارنة في ظل هذا المدخل على الأداء الاقتصادي للمؤسسة وإمكانية تحسين وضعها النسبي في نطاق الصناعة التي تعمل بها، وتعتبر النسب والبيانات المالية والملاحظات الذكية هي الأدوات الرئيسية لمدخل التحليل الأساسي للأوراق المالية.
ارتأينا أن نقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي:
المبحث الأول: عمليات اتخاذ القرارات.
المبحث الثاني: أسلوب التحليل الفني للأوراق المالية.
المبحث الثالث: أسلوب التحليل الأساسي للأوراق المالية.

المبحث الأول: عمليات اتخاذ القرارات.

إن فهم عملية اتخاذ القرار ضرورية لتوجيه الاستثمار وفقا للمعلومات المتوفرة، ذلك أن دور المعلومات يتجلى في تزويد المستثمر بمعطيات كاملة ومناسبة للوصول إلى أفضل القرارات، وبالتالي فإن المصادر الإعلامية على تعددها واختلاف مراجعها تبقى هي الأساس الذي يبني عليه القرار، وبقدر صحة هذه المصادر وموثوقيتها يكون القرار موفقا، ذلك أن عملية اتخاذ القرار تعتبر جوهر كل عملية استثمارية في سوق الأوراق المالية.

وعلى ضوء ذلك سنتطرق في هذا المبحث إلى:

- المطلب الأول: ماهية عملية اتخاذ القرارات.
- المطلب الثاني: أساليب اتخاذ القرارات.
- المطلب الثالث: أساسيات اتخاذ قرار الاستثمار.

المطلب الأول: ماهية عملية اتخاذ القرارات.

سنتعرف من خلال هذا المطلب عن مفهوم عملية اتخاذ القرار وأهميته، ومراحل عملية اتخاذ القرارات.

1- مفهوم عملية اتخاذ القرارات:

لا يوجد مفهوم عام موحد يتفق عليه جميع الكتاب في تعريف عملية اتخاذ القرار، بل توجد عدة مفاهيم وإن اختلفت، إلا أنها تشترك في بعض العناصر الأساسية الخاصة بعملية اتخاذ القرار، فقد حاول "عبد الحي مرعي" إعطاء مفهوم يصف من خلاله القرار بأنه: "عملية تقوم على الاختيار بين بدائل مختلفة تتعلق بالمستقبل الذي يتسم بحالة عدم التأكد وجانبا من المخاطرة".[1]

في حين أورد بعض الباحثين مفهوما آخر من خلال توضيح أن القرار هو: "جملة من الأفعال التي يتم اختيارها من بين عدد البدائل المتاحة، والتي –الأفعال- تصدر في شكل أوامر وتعليمات وسياسات تغير وتعدل ما هو موجود".[2]

ويضيف "G.ALLISON" أن: "عملية اتخاذ القرارات ما هي إلا ثمرة لعمليات مختلفة، وتعد عملية عقلانية يملك فيها المقرر كل المعلومات التي يحتاجها والضرورية لاتخاذ قرار معين يرجى منه نتائج جيدة، كما تعتبر عملية تنظيمية يكون فيها القرار النتيجة الموضوعية المتوصل إليها من خلال مجموعة من القواعد والإجراءات الموضوعة مسبقا، وعملية سياسية يستخلص فيها القرار من خلال المفاوضات بين مختلف الأعضاء".[3]

كما أن هناك من يقول أن: "القرار يتمثل في الاختيار بين بدائل وذلك لتحقيق هدف معين، والقرار ما هو إلا عملية تنبؤ، فهو محاولة للربط بين الماضي والمستقبل، ويقود القرار إلى تصرف أو رد فعل معين يؤدي إلى تحقيق ناتج محدد، وبناءا على هذه النتائج ومقارنتها ببعض يتم اختيار البديل الأفضل".[4]

---

[1]- عبد الحي مرعي، **المعلومات المحاسبية وبحوث العمليات في اتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، بيروت، لبنان، 1998، ص: 44.

[2]- عبد الباري دره، **الإدارة الحديثة**، المركز العربي للخدمات الطلابية، عمان، الأردن، 1994، ص: 63.

[3] - Thietart, Raymond Alain, **Le management** , Edition PUF, Paris, 1980, p : 49.

[4]- صبرينة شراقة، **محاسبة التأمين كأداة لاتخاذ القرارات**، رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2003/2002، ص: 119.

من جملة المفاهيم السابقة نستخلص أن عملية اتخاذ القرارات هي عملية تهدف إلى اختيار بديل من بين مجموعة البدائل المتاحة لأفضليته في تحقيق الأهداف التي يبتغيها متخذ القرار بأعلى كفاءة وأقل جهد وأدنى تكلفة.

إن نجاح متخذ القرار يتوقف على الكفاءة في عملية صنعه وليس على السلطة في اتخاذه، مما يتطلب ضرورة التمييز بين مضمون صنع القرار واتخاذه، فيقصد بالصنع مختلف المراحل التي يمر بها القرار بدءا من تحديد المشكلة إلى غاية تحديد واختيار أفضل الحلول البديلة للمشكلة المطروحة، ويقوم بهذه العملية صناع القرار الذين يقومون بتجميع وتحليل كافة البيانات والمعلومات المختلفة، واستخراج المؤشرات والحقائق للوصول إلى وضع القرار المناسب. بينما يقصد باتخاذ القرار المرحلة النهائية التي تقوم على اختيار أحد البدائل المتاحة لحل المشكلة، ويقوم بهذه العملية متخذو القرارات الذين يملكون سلطة اتخاذ القرار ويسألون عن مدى صوابه وسلامته أمام الجهات المعنية.[1]

2- أهمية اتخاذ القرارات:

لعملية اتخاذ القرارات أهمية كبيرة سواء في الحياة العامة أو الخاصة بغض النظر إذا تعلق الأمر بالإدارات أو الوحدات الاقتصادية الإنتاجية أو الخدمية، ذلك أنها تمثل أهم محور في أي عمل إداري أو اقتصادي، لذلك يعتقد بعض الكتاب أنه جوهر كل عملية، وفي حين يعتقد البعض الآخر أنه الركن الأساسي لقيام أي تنظيم كفء، وتأسيسا على ما تقدم يمكن القول أن صنع القرار يعتبر من أهم المقومات الرئيسية للاستثمار الناجح، لأن مقدار النجاح الذي يحققه أي مستثمر في السوق المالي يتوقف إلى أبعد الحدود على مدى ما يتمتع به من قدرة وكفاءة على صنع واتخاذ القرارات المناسبة، لذا فهو الأداة أو الوسيلة المعبرة عن النجاح أو الفشل في استثمار الموارد المالية واستغلال الفرص المتاحة.[2]

3- مراحل اتخاذ القرارات:

لقد عرفنا سابقا أن القرار هو اختيار بديل من بين مجموعة بدائل متاحة، أما عملية اتخاذ القرار فتعرف على أساس مجموعة الخطوات التي يتبعها متخذ القرار حتى يتمكن من الاختيار الفعلي لهذا البديل، وتركز عملية تقييم القرار على عملية اتخاذه.

وتتفق أغلب الكتابات على وجود خمسة مراحل سوف نذكرها فيما يلي:

3-1- المرحلة الأولى: تشخيص المشكلة. من الأمور المهمة التي ينبغي على المستثمر أو متخذي القرار إدراكها وهو بصدد التعرف على المشكلة الأساسية وأبعادها، هو تحديد طبيعة الموقف الذي خلق المشكلة، ودرجة الأهمية، وعدم الخلط بين أعراضها وأسبابها، والوقت الملائم للتصدي لحلها واتخاذ القرار الفعال والمناسب بشأنها.[3]

3-2- المرحلة الثانية: جمع البيانات والمعلومات. إن فهم المشكلة فهما حقيقيا، واقتراح بدائل مناسبة لحلها يتطلب جمع البيانات والمعلومات ذات الصلة بالمشكلة محل القرار، ذلك أن اتخاذ القرار الفعال يعتمد على قدرة المستثمر في الحصول

---

[1]- نفس المرجع والصفحة.

[2]- مشري حسناء، مرجع سابق، ص: 132.

[3]- عبد الباري دره، مرجع سابق، ص: 70.

على أكبر قدر ممكن من البيانات الدقيقة والمعلومات المحايدة والملائمة زمنيا من مصادرها المختلفة، ومن ثم تحديد أحسن الطرق للحصول عليها، ثم يقوم بتحليلها تحليلا دقيقا، ويقارن الحقائق والأرقام ويخرج من ذلك بمؤشرات ومعلومات تساعده على الوصول إلى القرار المناسب.[1]

يمكن تصنيف أنواع البيانات والمعلومات التي يستخدمها المستثمر إلى:

أ- البيانات والمعلومات الأولية والثانوية.

ب- البيانات والمعلومات الكمية.

ج- البيانات والمعلومات النوعية.

د- الأمور والحقائق.

3-3- المرحلة الثالثة: تحديد البدائل المتاحة وتقويمها. يتوقف عدد الحلول البديلة ونوعها على عدة عوامل منها:[2]

وضع المنظمة، والسياسات التي تطبقها، والفلسفة التي تلتزم بها، وإمكانياتها المادية، والوقت المتاح أمام متخذ القرار، واتجاهات المستثمر - متخذ القرار - وقدرته على التفكير المنطقي والمبدع، الذي يعتمد على التفكير الابتكاري الذي يرتكز على التصور والتوقع وخلقه الأفكار مما يساعد على تصنيف البدائل المتواترة وترتيبها والتوصل إلى عدد محدود منها.

4-3- المرحلة الرابعة: اختيار البديل المناسب لحل المشكلة. تتم عملية المفاضلة بين البدائل المتاحة واختيار البديل الأنسب وفقا لمعايير واعتبارات موضوعية يستند إليها المستثمر في عملية الاختيار وأهم هذه المعايير هي:[3]

أ- تحقيق البديل للهدف أو الأهداف المحددة، فيفضل البديل الذي يحقق له كل الأهداف أو أكثرها.

ب- قبول المستثمر للحل البديل واستعداده لتنفيذه.

ج- درجة السرعة المطلوبة في الحل البديل، والموعد الذي يراد الحصول فيه على النتائج المطلوبة.

د- مدى ملائمة كل بديل مع العوامل البيئية الخارجية للمؤسسة مثل العادات والتقاليد.

ه- المعلومات المتاحة عن الظروف البيئية المحيطة.

و- كفاءة البديل، والعائد الذي سيحققه إتباع البديل المختار.

5-3- المرحلة الخامسة: متابعة تنفيذ القرار وتقويمه. يجب على متخذ القرار اختيار الوقت المناسب لإعلان القرار حتى يؤدي القرار أحسن النتائج. وعندما يطبق القرار المتخذ، وتظهر نتائجه يقوم المستثمر بتقييم هذه النتائج ليرى درجة فاعليتها، ومقدار نجاح القرار في تحقيق الهدف الذي اتخذ من أجله.

---

[1]- نفس المرجع والصفحة.

[2]- نفس المرجع والصفحة.

[3]- معالي فهمي حيدر، **نظم المعلومات مدخل لتحقيق الميزة التنافسية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 118.

لذا فعملية المتابعة تنمي لدى متخذ القرارات أو مساعديهم القدرة على تحري الدقة والواقعية في التحليل أثناء عملية التنفيذ مما يساعد على اكتشاف مواقع القصور ومعرفة أسبابها واقتراح سبل علاجها.[1]

المطلب الثاني: أساليب اتخاذ القرارات.

يلجأ متخذو القرارات في أداء مهمتهم الرئيسية والمتمثلة في صنع واتخاذ القرارات إلى العديد من الأساليب التي تمكنهم من ذلك وتصف خطوات لما يجب القيام به من أجل إنجاز الهدف المنشود، وفي هذا الصدد توجد العديد من الأساليب وطرق صنع القرارات لا يسعنا ذكرها كلها، لكن سنقتصر على ذكر أكثرها شيوعا وهي:

1- أسلوب القرار المبني على التجربة العملية:

يعد أسلوب التجربة العملية من الأساليب التقليدية التي تنطوي على استعمال وتكييف الإجراءات والطرق المستخدمة سابقا في نفس المجال، بمعنى أخر فإن متخذ القرار من خلال التجربة العملية يقوم بأداء العمليات وإنجازها كما هو معتاد، ولكي ينجح متخذ القرار فلا بد من تماثل الظروف والمجال الذي يتخذ فيه نفس القرار، أي ما تم استعماله في الماضي وتكييفه لما يحدث في الوقت الحاضر، مما يسمح ويساعد على سرعة التصرف والإلمام بالمشكل دون العمل على دراسته وتشخيصه.

يسترشد متخذ القرار في هذا النوع من الأسلوب بالإحساس إضافة إلى معارفه وخبراته السابقة وممارسته في صنع القرار المناسب، وباعتماده على قاعدة الخبرة العملية فهو يبادر مباشرة بحل المشكل الذي يواجهه دون التطرق للدراسة المسبقة للموقف، كنتيجة لذلك فإن تكلفة حل المشكل والوقت الموجه له منخفضة مقارنة بالأساليب الأخرى.

يعد هذا الأسلوب الأكثر انتشارا لنجاحه على المستوى العملي، ولكن رغم المزايا التي يقدمها فهو لا يخلو من العيوب، حيث لا يفسح مجالا للإبداع والتجديد على اعتبار أن القرارات الصادرة اعتيادية ومرتبطة بالعادة بشكل كبير مما قد يحدث وأن لا يتماشى الوضع الحالي مع الوضع السابق لتكييف نفس القرار، وطبعا في ظل العوامل المغايرة تصبح العادات وحدها غير كافية لاتخاذ القرار الصائب.[2]

2- أسلوب المواجهة واتخاذ القرار:

يدعى هذا الأسلوب بأسلوب القرارات الابتكارية وفيه لا يسلك متخذ القرار المسلك المعتاد ويلجأ لتكييفه على الوضع الحالي، بل يميل للتجديد والتطوير في أسلوب صنع قراراته بتوظيف أفكار جديدة لمسايرة التطور والتغير وتطبيق ما هو مستحدث، حتى أنه ينقل ميل التجديد والإبداع للمحيطين به لتحقيق الأهداف.

لذا يعد هذا الأسلوب من أكثر الأساليب مخاطرة وذلك لأنه يقوم على التغيير والتجديد وتطبيق ما توصل إليه العلم، كما يتطلب التحلي بالصبر لأن سرعة تنفيذ ما هو جديد قد تنتج مخاطر هامة.[3]

3- أسلوب إتباع القادة:

---

[1]- نفس المرجع والصفحة.

[2]- عبد الباري دره، مرجع سابق، ص: 72

[3]- نفس المرجع والصفحة.

هذا الأسلوب في صنع القرارات غالبا ما يصدر بناءا على ما اتبعه القادة في النشاط الممارس، وهذا الأسلوب يعد ناجحا وملائما للتطبيق عندما يقوم القادة بتطبيق المستحدث والجديد وذلك بقدرتهم على تحمل تكاليف البحوث والتطوير، فإذا ما ثبت نجاح الفكرة نجد أن الباقي يطبقون نفس أسلوب القادة وتكون تكاليف البحوث والتطوير في حدها الأدنى.

يعاب على هذا الأسلوب أنه قد لا يستطيع متخذي هذه القرارات تحمل الخسارة الناجمة عن فشل القرار الذي طبقه القادة في نفس المجال والقادرة على تحمل المخاطر المحتملة.

نتيجة لما سبق عرضه من أساليب اتخاذ القرار المختلفة وبالمقارنة بينها، يمكن القول أنه لا توجد طريقة مثلى يمكن الاعتماد عليها كليا في صياغة مختلف الحلول والقرارات إزاء المشاكل المختلفة، ويجب على صانع القرار الكفء اختيار الأسلوب الذي يتوافق ويتلاءم مع ظروفه وقدرته وإمكانياته الخاصة المتوفرة، حتى أن بإمكانه التوليف بين أكثر من أسلوب مسترشدا بالظروف الراهنة.[1]

المطلب الثالث: خطوات اتخاذ قرار الاستثمار.

عند اتخاذ قرار الاستثمار يسعى متخذه دائما إلى تعظيم العوائد المتوقعة غير أنه خلال سعيه نحو تحقيق هذا الهدف سوف يواجه عدد كبير من الفرص الاستثمارية وفي نفس الوقت العديد من القيود ولعل الخطر من أهم هذه القيود.

بناءا على ما سبق فإن اتخاذ قرار الاستثمار يعني المفاضلة بين الفرص الاستثمارية المختلفة وبالتالي فإن مستثمري الأوراق المالية سوف يعملون على تحليل وإدارة استثماراتهم وذلك من خلال إتباع مجموعة من الخطوات نتعرض لها فيما يلي:

1- تحليل الأوراق المالية:

يشير تحليل الأوراق المالية إلى الخطوة الأولى في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية حيث يتم تقييم وتحليل الأوراق المالية الفردية.

وتحتاج عملية تقييم الأوراق المالية إلى دراسة خصائص الاستثمارات المختلفة والعوامل التي تؤثر عليها، ثم يتم اختيار أحد نماذج التقييم المتعارف عليها لتحديد سعر الورقة المالية أي قيمتها الحقيقية. وتتوقف القيمة الحقيقية للورقة المالية على كل من التدفقات النقدية المتوقعة ودرجة الخطر المرتبطة بهذه التدفقات، لذلك فإن العائد والخطر يمثلان المحددات الرئيسية التي يجب التنبؤ بها للوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية.

وهنا لا بد من ملاحظة أن عملية التقييم تزداد درجة صعوبتها بالنسبة للأسهم العادية بصفة خاصة، حيث يجب على المستثمر أن يعمل على دراسة حالة الاقتصاد الوطني والصناعة التي تعمل فيها المؤسسة والمؤسسة نفسها قبل التوصل إلى تقديرات دقيقة عن العوائد المتوقعة من السهم ودرجة خطورته (وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي).

كذلك فإن المستثمر يجب أن يأخذ في الاعتبار أيضا مدى كفاءة السوق، ففي هذا الأخير يؤدي وصول المعلومات إلى سرعة استجابة الأسعار لهذه المعلومات، وبالتالي تمثل أسعار الأسهم قيمتها الحقيقية في كل وقت.

---

[1]- مشري حسناء، مرجع سابق، ص ص: (141-142).

وهناك مدخلين أساسين لتحليل الأوراق المالية، مدخل التحليل الفني ومدخل التحليل الأساسي. ويشير التحليل الفني إلى دراسة الأسعار الماضية للأسهم في محاولة للتوصل إلى أنماط متكررة تساعد على التنبؤ بسعر السهم في المستقبل. أما التحليل الأساسي (وهو حلقة الوصل بالنسبة للمتغيرات في هذا البحث) فيعتمد على محاولة التوصل إلى القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع الحصول عليها من (بيع، شراء، عوائد) السهم ومقارنتها بالسعر السوقي للسهم بهدف التوصل إلى الأسهم ذات الخلل السعري أي التي تكون أسعارها السوقية مختلفة عن أسعارها المتوقعة.
ويساعد ذلك على اختيار مجموعة الأوراق المالية التي تحقق للمستثمر أهدافه من حيث مستوى العائد المتوقع ودرجة الخطر المقبولة.[1]

2- إدارة محفظة الأوراق المالية:

تشير الخطوة الثانية في عملية اتخاذ قرار الاستثمار إلى إدارة المحفظة من خلال اختيار مجموعة من الأوراق المالية لتتم عملية إدارتها كوحدة استثمارية واحدة أي محفظة، حيث تساعد هذه الأخيرة على تحقيق أهداف المستثمر والمتمثلة في تعظيم العائد وتخفيض المخاطر.
وتتضمن عملية بناء المحفظة اختيار عناصرها من حيث أنواعها ومن حيث نسبة الأموال المستثمرة في كل منها بالمقارنة بإجمالي ثروة المستثمر.
ويتوقف نجاح الاستثمار في الواقع على عملية مراجعة المحفظة بشكل دائم لتحديد متى وكيف يجب أن يتم تغيير عناصر المحفظة، حيث تتغير أهداف المستثمرين من ناحية كما تتغير أسعار الأوراق المالية من ناحية أخرى.
وهنا يلاحظ أن عملية إدارة المحفظة لا بد أن تتم بصفة مستمرة، سواء كان المستثمر يتبع إستراتيجية الاستثمار السلبية أم إستراتيجية الاستثمار النشطة. وتشير الإستراتيجية السلبية إلى اختيار الأصول المختلفة التي سوف يتم الاستثمار فيها مع تحديد نسبة الأموال المستثمرة في كل منها مع الإبقاء على هذه المحفظة المالية دون تغيير يذكر. ولكن حتى في ظل إستراتيجية الاستثمار السلبية سوف يجد المستثمر نفسه مدفوعا نحو التغيير بسبب الضرائب وتكلفة المعاملات والرغبة في المحافظة على مستوى معين من الخطر ... وغيرها من العوامل التي تؤثر بالضرورة على تشكيلة المحفظة.أما إستراتيجية الاستثمار النشطة فتشير إلى قيام المستثمر بتعديل تشكيلة الأصول ومقدار الأموال المستثمرة في كل منها بصفة مستمرة وذلك بغرض تحقيق عوائد إضافية.
وترتبط المفاضلة بين الإستراتيجية السلبية والإستراتيجية النشطة بمفهوم كفاءة السوق ارتباطا قويا. فالمستثمر الذي يؤمن بكفاءة السوق سوف يتمسك بإتباع سياسة الاستثمار السلبية طالما أنه مقتنع بصعوبة إيجاد أوراق مالية مسعرة تسعيرا خاطئا، وبالتالي سوف يحرص على تقليل تكلفة المعاملات وعلى الحد من الوقت والجهد والموارد اللازمة لتحليل الأوراق المالية طالما أن أسعار هذه الأوراق سوف تعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق في ظل فرض نظرية السوق الكفء.

---

[1]- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، **الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي والفني)**، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2005، ص ص:(16-17).

أما المستثمر الذي لا يعتقد في كفاءة السوق، سوف نجده حريصا على إتباع الإستراتيجية النشطة من خلال البحث عن الأوراق المالية ذات الخلل السعري، في محاولة للاستفادة من الفاصل الزمني الذي تستغرقه عملية استجابة أسعار السوق للمعلومات الجديدة وهو ما يميز السوق غير الكفء.
هذه المجموعة من المستثمرين تتحمل تكاليف مرتفعة تتمثل أساسا في تكلفة المعاملات وتكلفة تحليل الأوراق المالية ولكنها تعتقد في إمكانية تحقيق عوائد غير عادية تفوق هذه التكاليف الإضافية.
وهكذا تتضح الخطوات الأساسية لعملية الاستثمار والتي لا بد أن ترتبط في النهاية بالتقييم الدوري لأداء المحفظة سواء من حيث البناء والتشكيل أو من حيث الإدارة.[1]

بعد التطرق لمختلف الجوانب النظرية لعملية اتخاذ القرار وخاصة عملية اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية، سوف نعمل على معرفة مختلف أساليب التحليل التي يتم بناء القرار الاستثماري على أساسها في المبحثين المواليين، لذا سوف نتطرق في المبحث التالي للتحليل الفني للأوراق المالية.

المبحث الثاني: التحليل الفني للأوراق المالية.

يتناول هذا المبحث المفاهيم الأساسية للتحليل الفني، وتمثل نقطة البداية ضرورة الاعتراف بأن للمستثمرين أهدافا مختلفة، فبعضهم يتبنى موقفا قصير الأجل، بينما يتبنى البعض الآخر موقفا طويل الأجل من الاستثمار في الأوراق المالية، وقد يكون بعض المستثمرين في سوق الأوراق المالية متحفظين، بينما يكون البعض الآخر مضاربين دون تحفظ عند اتخاذهم للقرارات الاستثمارية. وتأتي أدوات التحليل الفني هي الأخرى بينها تباين واضح، فبعضها يستخدم خرائط لأسعار اليومية، والبعض الآخر يقوم على الاتجاهات طويلة الأجل.
قد قسمنا هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- المطلب الأول: أساسيات التحليل الفني.
- المطلب الثاني: نظرية داو.
- المطلب الثالث: بعض أنواع الرسوم البيانية.

المطلب الأول: أساسيات التحليل الفني للأوراق المالية.

قبل التطرق إلى دراسة الأدوات والتقنيات المستخدمة في التحليل الفني، من الضروري تعريف التحليل الفني في البداية، ومناقشة المقاييس الفلسفية التي يعتمد عليها.

1- نظرة عامة حول التحليل الفني:

حتى تكون النظرة واضحة لا بد من سرد تعريف للتحليل الفني، ومن ثم تبيان مفهوم التحليل الفني.

1-1- مفهوم التحليل الفني:

ينصرف اهتمام التحليل الفني إلى تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي، على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار

---

[1]- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص ص:(17-19).

الاستثمار في الأسهم فحركة الأسعار في الماضي وفقا لهذا المدخل، تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل.
وعلى هذا الأساس يقوم المحلل الفني بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنماط معينة لحركة سعر السهم، أو حجم الأسهم المباعة، وعلى ذلك يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالا ثم على مستوى ورقة مالية معينة.
وهناك عدة طرق للتحليل لعل أكثرها شيوعا تحليل الخرائط، حيث يقوم المحلل الفني بإعداد خرائط لأسعار الأوراق المالية التي تعنيه، ولأقسام السوق الرئيسية، بالإضافة إلى خرائط إجمالية للسوق، وذلك للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لتلك الأوراق.
كذلك يوجد استخدامان آخران للخرائط، فيما يتعلق باتجاهات الأسعار في الماضي والحاضر دون المستقبل حيث تستخدم الخرائط بشكل عام لمراقبة حركة الأسعار في السوق، كذلك تستخدم الخرائط لتهذيب نشاط المضاربين من خلال اختيار المضارب لنقاط البيع والشراء في ضوء فلسفة معينة بدلا من اللجوء إلى الحكم الشخصي في حالة غياب تلك الخرائط.[1]

2-1- تعريف التحليل الفني:

إن المدخل الفني للاستثمار هو بالضرورة انعكاس لفكرة أن سوق الأوراق المالية تتحرك في اتجاهات تتحدد بواسطة الميول المتغيرة للمستثمرين تجاه القوى المتنوعة من اقتصادية إلى نقدية وسياسية أو نفسية، وأن فن التحليل الفني هو التعرف على التغيرات في هذه الاتجاهات في مرحلة مبكرة والاحتفاظ بوضع استثماري معين لحين ظهور بوادر تحول في تلك الاتجاهات.[2]
كما يمكن القول بأن: التحليل الفني هو دراسة حركة السوق من خلال استخدام الرسوم البيانية بشكل أساسي، وذلك بغرض التنبؤ باتجاهات السعر المستقبلية. ويشمل مصطلح "حركة السعر" على ثلاثة مصادر أساسية من المعلومات المتاحة في التحليل الفني، وهي: السعر، وحجم التداول، والحقوق المفتوحة (الحقوق المفتوحة هي الحقوق التي يتم استخدامها في عقود الخيار أو العقود المستقبلية).[3]
التحليل الفني إذن هو أسلوب يهتم بدراسة الأشكال المختلفة للأسعار كما تظهر من خلال الخرائط والرسوم البيانية. وبديهيا أن الأسعار تتحدد بتوقعات المستثمرين في السوق أو أولئك الذين يعتزمون الدخول فيه، وعلى هذا الأساس فإن سعر أي ورقة مالية في أي وقت، إنما يتوقف على المعرفة، والآمال، والخوف، والتوقعات لهؤلاء الأفراد الذين يمتلكونها أو أولئك الذين يفكرون في امتلاكها.

2- الفرضيات الأساسية للتحليل الفني:

يعتمد المحللون الفنيون في قراراتهم على فحص البيانات السابقة للأسعار، وبيانات الحجم والتداول. وذلك لتحديد اتجاهات السوق السابقة والتي يمكن من خلالها

---

[1]- محمد صالح الحناوي، نهال فريد، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 129.
[2]- طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 296.
[3]- جون ميرفي ترجمة: شيماء سليمان، **التحليل الفني للأسواق المالية**، [على الخط]،متاح على:-<www.free.fr/livres-gratuits.htm>، تاريخ التحميل: 2009/04/26، ص: 12.

التنبؤ بالسلوك المستقبلي للسوق ككل والأوراق المالية الفردية، ويتم الاستشهاد بعدة فرضيات تساند هذا الرأي لتحركات الأسعار كما يلي:[1]

أ- تتحدد القيمة السوقية لأي سلعة أو خدمة من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.

ب- هناك عدة عوامل تحكم العرض والطلب بعضها منطقية ومعقولة والبعض الآخر غير منطقية، وتشمل هذه العوامل المتغيرات الاقتصادية التي يركز عليها المحللون الأساسيون في آرائهم وتخميناتهم، ويرون بأن السوق يأخذ كل هذه العوامل في الحسبان باستمرار وبصورة آلية.

ج- إغفال التقلبات الصغرى في أسعار الأوراق المالية الفردية والقيمة الكلية للسوق والتي تميل إلى أن تتحرك في اتجاهات تستمر لفترة قصيرة من الوقت.

د- الاتجاهات المسيطرة التي تمثل تغير في رد فعل للتحول في العلاقات ما بين العرض والطلب يمكن تحديدها إن آجلا أو عاجلا من خلال حركة السوق نفسه.

وإذا كان كل من الفرضيتين الأولى والثانية مقبولتين سواء من قبل الفنيين أو غيرهم. لأن أي شخص يوافق على أن سعر الورقة المالية (أو السلعة أو الخدمة) يتم تحديده من خلال التفاعل بين قوى العرض والطلب عليه، وبالإضافة إلى ذلك فإن هناك عدة متغيرات تحكم العرض والطلب، الاختلاف الوحيد في الرأي بخصوص تأثير العوامل غير المعقولة، حيث ينظر المحللون الفنيون إلى أنها سوف تظل لبعض الوقت بينما ينظر المحللون الآخرون إليها على أن تأثيرها قصير الآجل مع معتقدات معقولة تسيطر على المدى الطويل، وبالتأكيد فإن كل فرد يتفق على أن السوق يقوم باستمرار بتقييم هذه العوامل.

وهناك اختلاف كبير في الرأي نشأ حول الفرضية الثالثة للمحللين الماليين عن سرعة تغير أسعار الأسهم مقارنة بالتغيرات في العرض والطلب، ويتوقع المحللون الفنيون أن تتحرك أسعار الأسهم في اتجاهات تستمر لفترة طويلة نسبيا، ويرجع السبب في ذلك إلى أن المعلومات الجديدة التي تؤثر على العرض والطلب لا تدخل إلى السوق في نقطة زمنية معينة، ولكنها تدخل السوق خلال فترة زمنية ممتدة، ويحدث ذلك بسبب اختلاف مصادر المعلومات التي تصل إلى المستثمرين، حيث تصل المعلومات إلى بعض المستثمرين مبكرا عن الآخرين، وذلك لوجود مجموعات مختلفة داخل السوق تتراوح ما بين المهنيين والمستثمرين، تستقبل المعلومات وتبيع وتشتري الأوراق المالية وفقا لهذه المعلومات ولهذا فإن سعرها يتحرك نحو نقطة التوازن الجديدة، ولذلك لا يتوقع الفنيون أن يكون سعر التوازن الجديد بنفس السرعة التي يتوقعها المحللون الأساسيون، ولكن فكرتهم تقوم على أن يتم الانتقال إلى سعر التوازن بالتدرج والذي يعكس التدفق التدريجي للمعلومات.[2]

3- التحديات التي تواجه التحليل الفني:

يتشكك البعض في قيمة التحليل الفني بالنسبة لقرارات الاستثمار، ويتم توجيه انتقادات له في مجالين:

---

[1]- طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص ص: (150-152).

[2]- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 299.

الأول: الاعتراض على بعض فرضيات التحليل الفني الأساسية.
الثاني: الاعتراض على بعض قواعده ومدى فائدتها في المدى الطويل.

3-1- الاعتراض على بعض فرضيات التحليل الفني: يرتكز الاعتراض الرئيسي للتحليل الفني على افتراض السوق الكفء، فوفقا للقواعد الفنية فإن المعلومات لا تنعكس بسرعة على حركة الأسعار وبالتالي تفترض أن السوق يكون غير كفء، بينما تؤكد معظم الدراسات التي تناولت فرضية السوق الكفء بشكله الضعيف، أن المعلومات تنعكس بسرعة على أسعار الأسهم، وبالتالي لا يتمكن أيا من المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية من خلال استغلال المعلومات التاريخية، ومما يساند فرضية السوق الكفء.

يضاف إلى ذلك أن بعض قواعد التحليل الفني لا يمكن اختبارها، ومعرفة مدى سلامتها، وهي بذلك تمثل اعتراضات بالإضافة إلى التحدي الخاص بالسوق الكفء.[1]

3-2- تحدي قواعد التعامل الفنية: هناك تحدي واضح للتحليل الفني وهو أن النماذج السابقة للأسعار أو العلاقات بين متغيرات سوق معين وأسعار الأسهم قد لا تتكرر، ونتيجة لذلك فإن الأسلوب الذي يكون قد نجح من قبل يمكن أن يفشل في دورات السوق التالية، وقد دفع هذا الأمر العديد من المحللين الفنيين لإتباع أكثر من قاعدة تعامل تؤدي في النهاية إلى اتفاق بينها حتى يستطيع التنبؤ بنموذج السوق المستقبلي.

كما يوجه البعض انتقادات لنماذج الأسعار المحددة وفقا للتحليل الفني بأنها قد تصبح تنبؤات ذاتية التنفيذ، بمعنى أن تصرفات العديد من الفنيين قد تدفع بالسعر إلى نفس ما تم التنبؤ به بالضبط، ولكن هذا السعر سوف يكون مؤقت وسرعان ما يعود إلى سعر التوازن الحقيقي.

هناك مشكلة أخرى في التحليل الفني وهي أن نجاح قواعد التعامل القائمة على التحليل الفني سوف يشجع العديد من المستثمرين على تبنيها، وهذه الشهرة والمنافسة الناتجة عنها سوف تجعل قيمة هذا الأسلوب متعادلة، وإذا قام العديد من المستثمرين بالتركيز على قاعدة تعامل فنية محددة فإن البعض منهم سيحاول أن يتوقع ما سيحدث قبل النموذج المكتمل للسعر، أو يدمر نموذج السعر التاريخي المتوقع أو أن يخفض الأرباح من معظم مستخدمي هذه القاعدة الفنية عن طريق تغيير السعر بصورة أسرع مما كان متوقع عن طريق نشر هذه المعلومات بين عدد كبير من المستثمرين.[2]

ويضاف إلى ذلك أن اختبار القواعد الفنية المحددة تتطلب قدرا كبيرا من الحكم الموضوعي، بمعنى أن استخدام قواعد فنية معينة بواسطة العديد من المحللين الفنيين يؤدي إلى الوصول لنتائج متشابهة، ولكن الواقع العملي يشير إلى أن المحللين الماليين ربما يستخدمون تفسيرات مختلفة لنفس نماذج السعر وبالتالي اتخاذ قرارات استثمارية مختلفة، إن هذا يشير إلى أن استخدام الأساليب المختلفة

---

[1]- نفس المرجع، ص ص: (327-328).
[2]- طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص ص: (328-329).

لا يتم بصورة آلية، وهناك مشكلة أخرى تتمثل في أن قواعد التعامل الفني تتغير بمرور الزمن، ولهذا فإنه يجب على المحللين الفنيين أن يقوموا بتطوير قواعد التعامل الفني –والتي تتخذ على أساسها قرارات الاستثمار- بمرور الوقت وبما يتناسب مع الظروف البيئية الجديدة.

4- مزايا التحليل الفني:

بالرغم من الانتقادات السابقة لقواعد التحليل الفني فإن مؤيدي هذا النوع من التحليل يرون فيه مزايا عديدة بالمقارنة مع التحليل الأساسي، ويرى معظم المحللون الفنيون أن المحلل الأساسي الذي يتوافر لديه معلومات وقدرة تحليلية جيدة وإحساس بتأثير المعلومات على السوق يفترض أن يحقق عوائد فوق المتوسط، أي أن المحللين الأساسيين يمكنهم أن يحققوا عوائد مرتفعة إذا كان باستطاعتهم الحصول على معلومات جديدة قبل المستثمرين الآخرين. ومعالجتها بصورة سليمة وبسرعة، غير أن هذا قد لا يتوافر لعدد كبير من المستثمرين.

يدعي المحللون الماليون أن المميزات الرئيسية لطريقتهم هي أنها لا تعتمد بصورة كبيرة على البيانات المحاسبية المالية والتي تمثل المصدر الرئيسي للمعلومات عن الأداء السابق للشركة أو الصناعة، بينما يقوم المحللون الأساسيون بتقييم هذه المعلومات لمساعدتهم على تخطيط العائد المستقبلي وتقدير مخاطر الصناعات والأوراق المالية الفردية.

ويشير المحللون الفنيون إلى وجود عدة مشاكل تواجه البيانات المحاسبية أهمها:[1]

أ- أنها لا تحتوي على قدر كبير من المعلومات التي يحتاجها محللو الأوراق المالية، مثل تفاصيل المبيعات والمصروفات والأرباح حسب خطوط الإنتاج أو العملاء والمناطق الجغرافية.

ب- يحتمل أن تختار إدارة المؤسسات طرق وسياسات محاسبية معينة من بين الطرق والسياسات المحاسبية المتعارف عليها وذلك عند إعداد القوائم المالية، ويمكن أن تؤدي هذه الطرق والسياسات إلى نتائج وقيم كثيرة مختلفة عن المصروفات والدخل والعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، ونتيجة لهذا فإن المستثمر قد يواجه متاعب في مقارنة بيانات المؤسسات سواء التي تنتمي إلى نفس الصناعة أو التي تنتمي إلى صناعات مختلفة.

ج- هناك العديد من العوامل النفسية والمتغيرات غير الكمية التي لا تظهر في البيانات المالية مثل تدريب العاملين، ولاء العملاء، الموقف العام للمستثمر تجاه صناعة معينة، المخاطر الناتجة من القيود أو الضرائب على المنتجات.

ويعتقد المحللون الفنيون أنه لا يجب الاعتماد على البيانات المالية نظرا للعيوب السابقة، بينما يقوم المحللون الفنيون بالاعتماد على بيانات مشتقة من سوق الأوراق المالية نفسها مثل أسعار الأوراق المالية، وحجم التداول وعدد الصفقات والمعاملات التجارية الأخرى، ويضاف إلى ذلك أن المحلل الأساسي يجب عليه القيام بمعالجة المعلومات الجديدة بصورة صحيحة وبسرعة فائقة قبل أن يتمكن من ذلك الآخرون

---

[1]- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، 2002، مرجع سابق، ص ص: (302-303).

وذلك حتى يمكنه تحقيق عوائد مرتفعة، بينما يحتاج الفنيون فقط إلى التحرك السريع نحو أي قيمة متوازنة جديدة.

المطلب الثاني: نظرية داو.

أسس كل من **"تشارلز داو" و "إدوارد جونز"** عام 1882 شركة **"داو جونز أند كومبني"** "DAW JONES &COMPANY". ويعترف أغلب المحللين والطلاب في الأسواق المالية بأن كثيرا مما يسمى بالتحليل الفني اليوم يعود أصله إلى النظريات التي افترضها **"داو"** وكان **"داو"** قد قام بنشر أفكاره في سلسلة من الافتتاحيات الصحفية التي كتبها في صحيفة **"وول ستريت"**. واليوم، أغلب المحللين الفنيين على دراية بأفكار **"داو"** الأساسية سواء من يعرف مصدرها أو من لا يعرف. وحتى الآن، لا تزال نظرية **"داو"** هي حجرة الأساس لدراسة التحليل الفني، وذلك حتى في مواجهة تكنولوجيات الكمبيوتر، وتكاثر المؤشرات الفنية الجديدة والتي من المفترض أن تكون ذات أداء أفضل.

طبق **"داو"** عمله النظري على مؤشرات سوق الأسهم التي أنشأها وسماها بالمؤشر الصناعي ومؤشر السكك الحديدية. وعلى أي حال، يمكن تطبيق أفكار **"داو"** التحليلية على جميع مؤشرات السوق، وسوف نقوم في هذا المطلب بمناقشة ستة من قواعد نظرية **"داو"** الأساسية.

1- تحسم المؤشرات كل شيء:

يتمثل ملخص المعاملات التي تجري في بورصة الأسهم في ملخص معرفة ماضي **"وول ستريت"** القريب والبعيد وتطبيقه على المستقبل. ولكن لا توجد حاجة للإضافة إلى المؤشرات (كما يفعل بعض الإحصائيين) التي تشرح مجموعات أرقام مؤشر سعر السلعة والتصفيات البنكية والتقلبات في سعر الصرف، أو حجم التداول الأجنبي أو المحلي أو أي شيء أخر، وتأخذ بورصة **"وول ستريت"** كل ذلك في اعتبارها.

يعتبر المحللون الفنيون القاعدة القائلة بأن الأسواق تعكس كل عامل تواجهه هي القاعدة الأساسية في نظرية التحليل الفني، حيث يتم تطبيق هذه النظرية على مؤشرات السوق كما في الأسواق الفردية. وعلى الرغم من أن الأسواق المالية لا يمكنها أن تتنبأ بحدوث الزلزال والكوارث الطبيعية الأخرى قبل أن تحدث، إلا أن لديها القدرة على حسم مثل هذه الأحداث السريعة، وغالبا ما تستوعب تأثيرها في لحظة ويظهر ذلك على حركة السعر.[1]

2- اتجاهات السوق الثلاث:

قبل مناقشة سلوك اتجاه السعر ، نقدم في البداية تعريفه بالنسبة لـ **"داو"**، حيث عرف **"داو"** اتجاه السعر التصاعدي بأنه الوضع الذي يغلق فيه السعر الأعلى التالي عند مستوى أعلى من السعر الأعلى الذي يسبقه، وأن يغلق السعر الأدنى التالي عند مستوى أعلى أيضا من السعر الأدنى الذي يسبقه. وبمعنى أخر، يمثل خط اتجاه السعر التصاعدي نموذج من القمم والقيعان المتصاعدة. وبالعكس، يتم تعريف القمم والقيعان

---

[1]- جون ميرفي ترجمة: شيماء سليمان، مرجع سابق، [على الخط]،متاح على:<www.free.fr/livres-gratuits.htm>، تاريخ التحميل: 2009/04/26، ص: 24.

التنازلية بأنها خط اتجاه السعر التنازلي، ومن الملاحظ أن تعريف **"داو"** لا يزال يشكل حجر الأساس في تحليل اتجاه السعر.
يعتقد **"داو"** بأن قواعد الفعل ورد الفعل في الأسواق المالية تعود إلى الحالة النفسية للمستثمرين في الأسواق المالية، حيث كتب **"داو"**: "توضح حركة الأسعار في الماضي أنه في عدد من الحالات وعندما يقترب سهم ما من أعلى سعر له، فإن هذا يعني أن السعر سوف ينخفض انخفاض معتدل، ثم يعود مرة أخرى ويقترب من أعلى مستوى كان قد وصل إليه قبل ذلك، وإذا تراجع السعر بعد هذه الحركة، فإنه يكون معرض للانخفاض أكثر".
يعتبر **"داو"** بأن خط اتجاه السعر مكون من ثلاثة أجزاء، الجزء الأساسي والثانوي وما بعد الثانوي (الأصغر)، والتي قارنها بتيار البحر وأمواجه وتموجا ته، حيث يمثل اتجاه السعر الأساسي التيار، والثانوي أو المتوسط يمثل الأمواج التي تصنع التيار، أما خطوط اتجاه السعر الأصغر فتتصرف مثل التموجات الصغيرة.
يمكن للمحلل تحديد اتجاه التيار (اتجاه السعر الأساسي) عن طريق ملاحظة أعلى نقطة في الشاطئ تصل إليها الأمواج. وإذا وصلت موجة ما إلى نقطة أعمق من السابقة، فإن التيار يتبع تلك الموجة. وعندما تتراجع أعلى نقطة من كل موجة، تكون هذه إشارة إلى تغيير اتجاه التيار وتراجعه. وبعكس تيارات المحيط الحقيقية، والتي يكون انتهاؤها مسألة ساعات، تصور **"داو"** بأن تيارات السوق تستمر لأكثر من ساعات، وربما أياما أو أشهر وقد تمتد لعدة أعوام.
ويمثل الاتجاه الثانوي حركة تصحيح لخط الاتجاه الرئيسي، وعادة ما يستمر هذا الخط الثانوي من ثلاثة أسابيع إلى ثلاثة أشهر. وبشكل عام، تتراجع حركة التصحيح الفورية هذه بمقدار يتراوح بين ثلث وثلثي حركة خط التداول السابقة، وتتكرر غالبا هذه الحركة بنسبة 50% من الحركة السابقة.
ووفقا لنظرية **"داو"**، عادة ما يستمر خط الاتجاه الأصغر (أو خط الاتجاه القصير المدى) لمدة أقل من ثلاثة أسابيع، ويمثل خط الاتجاه القصير المدى تذبذبات لخط الاتجاه الثانوي. [1]

3- خطوط الاتجاه الرئيسية:

ركز **"داو"** في دراسته على خطوط الاتجاه الرئيسية، والتي تأخذ وضعها عادة على ثلاثة مراحل مختلفة هي: مرحلة تراكم التداول، ومرحلة المشاركة العامة، ومرحلة تفرق التجار. وتمثل مرحلة تراكم التداول إقبال المستثمرين على الشراء المعتمد على المعلومات المجمعة، فعندما يكون خط الاتجاه متخذا الاتجاه التنازلي، يدرك هؤلاء المستثمرين في هذه الحالة بأن السوق تستوعب تأثير كل الأخبار "السيئة". أما وجه المشاركة العامة، والذي يبدأ فيه معظم متبعي التحليل الفني في المشاركة مع بعضهم البعض، فيحدث عندما تبدأ الأسعار في التقدم بسرعة وتتحسن الأخبار الاقتصادية. وأخيرا، تأتي مرحلة التفرق عندما تقوم الصحف بشكل متزايد ومستمر بنشر القصص التي تساعد السعر على اتخاذه الاتجاه التصاعدي، وذلك عندما

[1]- جون ميرفي ترجمة: شيماء سليمان، مرجع سابق، [على الخط]،متاح على: <www.free.fr/livres-gratuits.htm>، تاريخ التحميل: 2009/04/26، ص: 25.

تكون الأخبار الاقتصادية أفضل من أي وقت، وعندما يتزايد حجم التوقعات والمشاركة العامة. وخلال هذه المرحلة الأخيرة من مراحل خطوط الاتجاه، يبدأ بعض المستثمرين في "التجمع أو التراكم" بالقرب من المستويات المنخفضة في السوق التنازلي (عندما لا تكون هناك فئة أخرى في السوق ترغب في الشراء في ذلك الوقت)، ثم يبدءوا في التفرق قبل أن تبدأ أي فئة أخرى في البيع.[1]

4- تغير المؤشرات في نفس الوقت تؤكد تغير اتجاه السعر:

بوضعه لمؤشر القطاع الصناعي، ومؤشر قطاع المواصلات، كان **"داو"** يقصد بأنه لا يوجد أهمية لأي إشارة تدل على سوق تصاعدي أو السوق التنازلي إلا إذا أعطى المؤشرين نفس الإشارة، مؤكدين بعضهم البعض، ويعتقد **"داو"** بأنه لا بد وأن يتغلب كلا من المؤشرين على القمة الثانوية السابقة للتأكيد على بدأ السوق في اتخاذ الاتجاه التصاعدي أو استمراره.

ولم يعتبر **"داو"** أنه لا بد من حدوث الإشارتين بشكل متزامن، إلا أنه أدرك بأن الوقت الأقصر بين حدوث الإشارتين يعني تأكيد أقوى. وعندما ينحرف أي من المؤشرين عن الأخر، يفترض **"داو"** أن الاتجاه السابق لا يزال قائما، ومن الجدير بالذكر أن نظرية "اليوت واف" وحدها هي التي تقول بأنه يمكن اعتبار أن الإشارات كلها حدثت إذا ظهرت إشارة واحدة.[2]

5- تغير حجم التداول يؤكد اتجاه السعر:

اعتبر **"داو"** حجم التداول عامل ثانوي ولكن في نفس الوقت، اعتبره عامل هام لتأكيد اتجاه السعر. وبشكل مبسط ذكر **"داو"** لا بد وأن يتزايد حجم التداول في نفس اتجاه خط الاتجاه الأساسي، وعلى هذا الأساس يتزايد حجم التداول في خط الاتجاه التصاعدي الرئيسي، عندما ترتفع الأسعار للأعلى، ويتقلص عندما تنخفض للأسفل. وفي خط الاتجاه التنازلي، يتزايد حجم التداول عندما تنخفض الأسعار للأسفل، وتتقلص عندما ترتفع للأعلى. ويذكر أن **"داو"** قد اعتمد في تحديد إشارات البيع والشراء الصحيحة على أسعار الإغلاق. وتساعد مؤشرات حجم التداول المتطورة اليوم على تحديد إذا ما كان حجم التداول في تزايد أو تناقص، ويقوم التجار بعد ذلك بمقارنة هذه المعلومات بحركة السعر ليرو إذا ما كان كلا منهما يؤكد الأخر.[3]

6- استمرار خط الاتجاه يعطي إشارات مؤكدة على انعكاسه:

يشكل هذا الاعتقاد أساس الطرق الحديثة في تتبع خط الاتجاه. ويتعلق هذا الاعتقاد بالقانون المادي لحركة السوق، والتي تقول اتجاه الحركة يميل إلى الاستمرار في اتجاهه إلى أن تأتي قوة خارجية تغير هذا الاتجاه. ويوجد عدد من أدوات التحليل الفني المتاحة للتجار، والتي تساعدهم في القيام بمختلف المهام لتحديد إشارات انعكاس الاتجاه في السوق. وتتضمن هذه الأدوات دراسة مستويات الدعم والمقاومة، ونماذج السعر، وخطوط الاتجاه، والمتوسطات المتحركة. ويمكن لبعض المؤشرات أن تعطي

---

[1]- جون ميرفي ترجمة: شيماء سليمان، مرجع سابق، [على الخط]،متاح على:< www.free.fr/livres-gratuits.htm>، تاريخ التحميل: 2009/04/26، ص: 25.

[2]- نفس المرجع ، ص: 26 .

[3]- نفس المرجع والصفحة.

إشارات مبكرة لانخفاض زخم التداول. ولا يمكن للاتجاه مخالفة كل هذه المؤشرات، كما أن اختلافها عن بعضها البعض عادة ما يعني أن خط الاتجاه سوف يستمر.[1]
من أكثر المهام صعوبة والتي تواجه المتبعين لنظرية **"داو"**، أو أيا من المتبعين لهذا الأمر، هو القدرة على التفرقة بين التصحيح الثانوي الطبيعي والذي يحدث لخط الاتجاه القائم، وبين الإشارة الأولى التي تدل على بدأ اتجاه جديد في الاتجاه المعاكس، وغالبا ما يحدث خلاف بين متبعي نظرية **"داو"** أنفسهم عندما يعطي السوق إشارة بانعكاس الاتجاه.

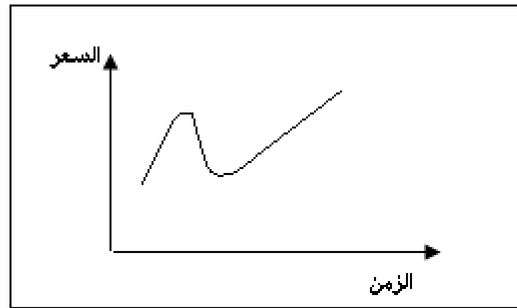
المطلب الثالث: أنواع الرسوم البيانية.

سنلقي في هذا المطلب نظرة سريعة على أهم أنواع الرسوم البيانية المستخدمة في التحليل الفني. لنتعرف مبدئيا على الطرق المختلفة المتبعة في تسجيل البيانات، وعلى أهم ملامح كل نوع من أنواع خرائط الأسعار المختلفة، وهي بالتحديد:

1- الخط البياني:

الخط البياني أسهل وأبسط الطرق المستخدمة لعرض وتسجيل الأسعار على الإطلاق، فهو يعبر عن أسعار الإقفال فقط. ويعتقد الفنيون عموما أن سعر الإقفال هو أهم سعر في جلسة التداول، فهو بمثابة إعلان النتيجة النهائية ليوم من التداول.
يتم تسجيل أسعار الإقفال اليومية بوضع نقطة في المكان المحدد للسعر على خريطة الأسعار، ثم يتم توصيل النقاط المتتالية بعضها ببعض بخط ممهد، فينشأ الخط الذي يعبر عن حركة واتجاه الأسعار. ويمكن إجراء بعض التحليلات الفنية على هذا النوع من الخرائط.[2]

شكل رقم 02: الخط البياني



المصدر: عبد المجيد المهملي، **التحليل الفني للأسواق المالية**، دار النشرGN4 FN، القاهرة، مصر، 2004، ص:63.

2- الأعمدة البيانية:

رسم مخططات الأعمدة عملية سهلة للغاية، وهي تظهر مقدرة كبيرة في تصوير حركة الأسعار، حيث يتم رصد وتسجيل أعلى وأدنى سعر، وسعر الإقفال وأحيانا أيضا سعر الافتتاح وذلك لكل فترة زمنية معينة، ساعة أو يوم أو أسبوع أو شهر.

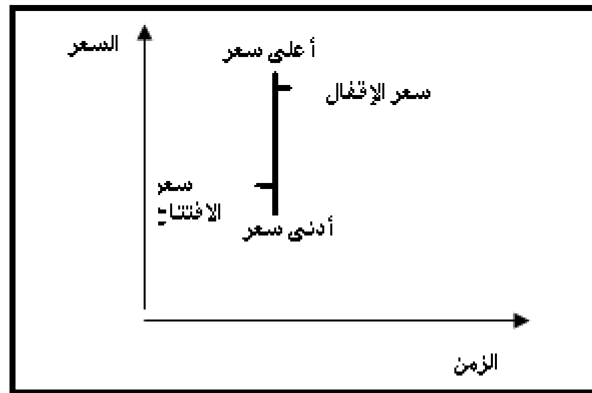
[1]- جون ميرفي ترجمة: شيماء سليمان، مرجع سابق، [على الخط]،متاح على:< www.free.fr/livres-gratuits.htm>، تاريخ التحميل: 2009/04/26، ص ص: (26-27).
[2]- عبد المجيد المهملي، **التحليل الفني للأسواق المالية**، دار النشرGN4 FN، القاهرة، مصر، 2004، ص:63.

بداية، يتم تحديد مقياس الرسم على المحور الذي يمثل السعر وعلى المحور الذي يمثل الزمن، ويتم ربط أعلى سعر وأدنى سعر لكل فترة زمنية معينة بخط عمودي. أما سعر الإقفال فيرمز له بعلامة أفقية صغيرة من ناحية اليمين (ناحية الفترة الزمنية اللاحقة) وسعر الافتتاح بعلامة أفقية صغيرة من ناحية اليسار (ناحية الفترة الزمنية السابقة).

والغرض من رسم الأعمدة لفترات زمنية مختلفة، هو اختلاف منظور كل منها، فالخريطة الشهرية تعطي صورة مختلفة تماما عن الخريطة اليومية، فالأولى ترسم حركة السوق على المدى البعيد، والأخيرة ترسمها على المدى القصير.

فالكثير من الفنيين يراجعون الخرائط طويلة المدى قبل خرائط الأسعار للمدد القصيرة، رغبة منهم في تحديد اتجاه الأسعار الرئيسي أولا الذي تظهره الخريطة الشهرية، قبل الدخول في تفاصيل حركة الأسعار كل ساعة أو كل يوم، فمنهم من ينصح بأخذ مراكز قصيرة المدى فقط عندما تتفق في الاتجاه مع الاتجاهين المتوسط والطويل المدى.[1]

شكل رقم 03: الأعمدة البيانية



المصدر: عبد المجيد المهملي، **التحليل الفني للأسواق المالية**، دار النشرGN4 FN، القاهرة، مصر، 2004، ص:64.

3- الشموع اليابانية:

الطريقة اليابانية لرصد وتسجيل الأسعار شبيهة نوعا ما بمخططات الأعمدة، فهي تحتوي على جميع المعلومات التي تسجلها الأعمدة، بالإضافة إلى سعر الافتتاح الذي أعطاه اليابانيون أهمية خاصة، وهو ما دفع بالكثير من المحللين الغربيين إلى استخدام الشموع بدلا من الأعمدة.

لقد سجل اليابانيون الحركة اليومية للأسعار في شكل رسم بياني يشبه الشمعة، فالشمعة عبارة عن مستطيل له فتيلان علوي وسفلي. قمة الفتيل العلوي هي أعلى سعر في الفترة الزمنية المرصودة، وأدنى نقطة في الفتيل السفلي تمثل أدنى سعر بها، أما سعر الافتتاح والإقفال فيمثلان إما الخط العلوي أو السفلي للمستطيل. ويتضح من ذلك أن كل شمعة تبرز علاقة كل من متغيرات السعر الأربعة بعضها ببعض، هذه المتغيرات هي سعر الافتتاح والإقفال، وأعلى وأدنى سعر، وقد أطلقوا على المستطيل الجسم والفتيل الظل.

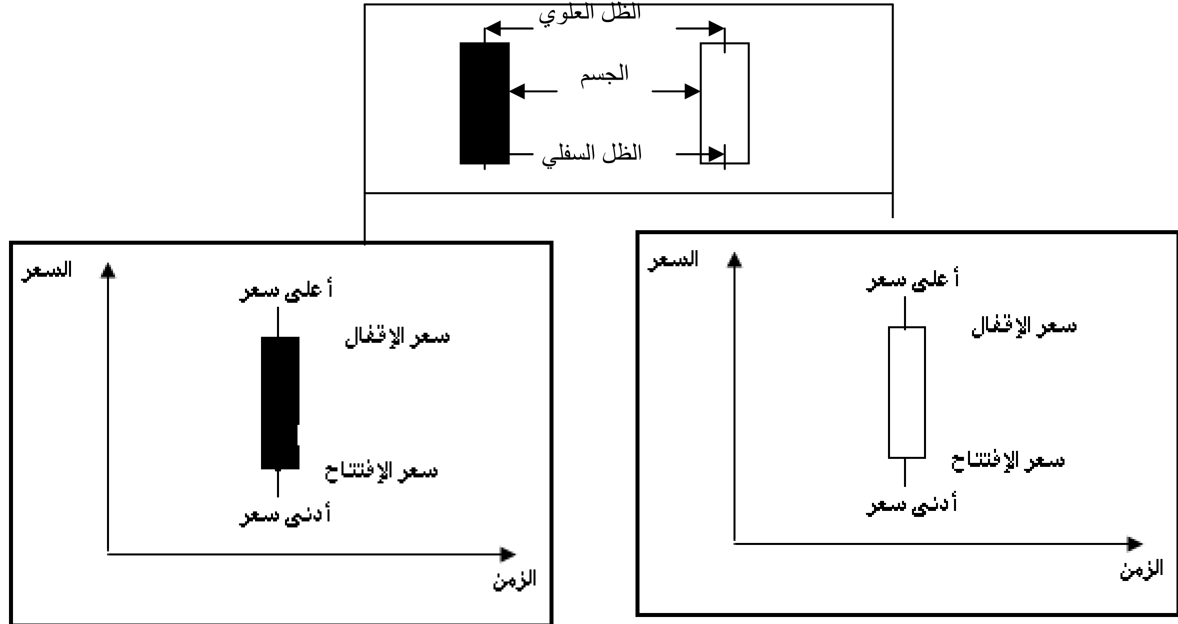
واختاروا أن يرمزوا لأيام ارتفاع الأسعار (سعر الإقفال أعلى من سعر الافتتاح) بشمعة بيضاء تمثل الفرح بجني الأرباح، واختاروا لأيام انخفاض الأسعار (سعر الإقفال أدنى من سعر الافتتاح) شمعة سوداء تعبر عن الحزن للخسارة.

---

[1]- عبد المجيد المهملي، مرجع سابق، ص: 64.

والجدير بالذكر هنا، أن الشمعة يمكن أن تمثل حركة التداول خلال أي فترة زمنية يراد تسجيل أسعارها سواء كانت ساعة أو يوما أو أسبوعا أو شهرا.[1]

شكل رقم 04: الشموع اليابانية



المصدر: عبد المجيد المهملي، **التحليل الفني للأسواق المالية**، دار النشرGN4 FN، القاهرة، مصر، 2004، ص:65.

4- بوينت آند فيجر point and figure:

هذه الطريقة لرصد الأسعار تختلف كلية عن باقي الطرق البيانية السابقة، حيث إنها تغفل تماما عامل الوقت، فالزمن ليس له وجود على خريطة الأسعار. فهي رسم للسعر فقط، فكل ما يهم الرسام البياني هو التغيرات السعرية التي تفوق حدا معينا. أي أن تسجيل حركة الأسعار لا يتم كل فترة زمنية معينة كما هو متبع في باقي الطرق البيانية الأخرى، فإذا ظل السعر بلا تغير يذكر يوما أو أسبوعا أو أكثر، فإن ذلك يعني عدم تسجيل أي شيء في خريطة السعر ويبقى الرسم البياني للأسعار كما هو بدون أي تغيير أو تعديل. فحركة السعر هنا هي كل شيء، وهي التي تستحوذ على اهتمام الرسام والمحلل الفني بالكامل، ويتم تسجيل الأسعار على ورق مربعات باستخدام إحدى العلامتين التاليتين:[2]

X: للدلالة على ارتفاع السعر.

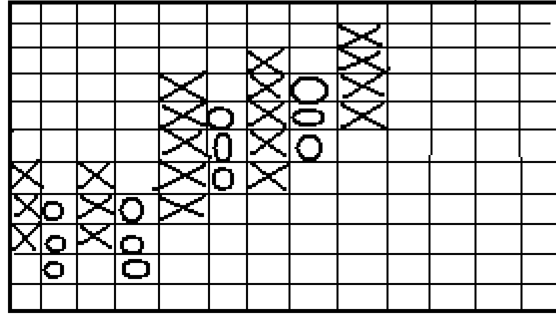
O: للدلالة على انخفاض السعر.

ويقوم المحلل الفني أولا بتحديد قيمة معينة لكل مربع 5 أو 10 دج مثلا، كما يقوم ثانيا بتحديد معيار عاكس الاتجاه ويتم اختيار المعيار بناء على حجم التغيرات المراد رصدها. هذه الطريقة البيانية المتفردة ليست فقط مجرد رسم للأسعار، بل هي خريطة لانعكاسات الأسعار المهمة، بالرغم من أنها لا توضح حركة الأسعار في وقت معين، فهي طريقة تختص بتسجيل انعكاسات الأسعار، لذلك عرفت بالرسم البياني الانعكاسي أو الانقلابي.

---

[1]- عبد المجيد المهملي، مرجع سابق، ص ص: (64-65).
[2]- عبد المجيد المهملي، مرجع سابق، ص : 66.

شكل رقم 05: بوينت آند فيجر point and figure



المصدر: عبد المجيد المهملي، **التحليل الفني للأسواق المالية**، دار النشرGN4 FN، القاهرة، مصر، 2004، ص:66.

التعرف على قواعد التحليل الفني ومؤشراته يمكن المستثمر من متابعة أحداث وظروف السوق، ويمكن أن يحقق له أوجه استثمار مربحة جدا طالما أنه يتصرف بسرعة، ويحدث ذلك عادة في الأسواق الناشئة التي لا تتسم بالكفاءة عادة.

المبحث الثالث: التحليل الأساسي لأوراق المالية.

سنعرض طريقة أخرى لتحليل الأوراق المالية التي يعتمد عليها الكثير من المحللين الماليين، وهي التحليل الأساسي الذي يقوم على تحليل تدريجي للظروف الاقتصادية، ثم ينزل إلى مستوى تحليل ظروف الصناعة التي تنشط فيها المؤسسة، ثم يأتي إلى تحليل المؤسسة ذاتها، وذلك كله حتى يتمكن من تحديد قيمة دقيقة للورقة المالية التي يريد الاستثمار فيها.

على هذا الأساس ارتأيت أن أقسم هذا المبحث إلى:

- المطلب الأول: مبادئ وأساسيات التحليل الأساسي.
- المطلب الثاني: تحليل الظروف الاقتصادية العامة.
- المطلب الثالث: تحليل ظروف الصناعة.
- المطلب الرابع: تحليل ظروف المؤسسة.

المطلب الأول: مبادئ وأساسيات التحليل الأساسي.

قبل التفصيل في مراحل التحليل الأساسي، لا بد من معرفة المبادئ التي يقوم عليها التحليل الأساسي، وكذلك أساسياته، هذا ما سنحاول توضيحه في هذا المطلب.

1- مقدمة في التحليل الأساسي:

يهتم التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية، أو ظروف الصناعة (القطاع) التي تنتمي إليها المؤسسة، أو ظروف المؤسسة ذاتها. ومن هنا فإن التحليل الأساسي يقوم على ثلاثة مستويات هي: مستوى الاقتصاد، ومستوى الصناعة، ومستوى المؤسسة. والهدف من ذلك هو الكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للمؤسسة والتي

تعتبر محددا أساسيا للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره، ويسمى أصحاب هذا التحليل الأساسين.[1]

يستند التحليل الأساسي إلى مدخلين: المدخل الأول من التحليل الكلي فالجزئي أو التحليل من الأعلى فالأسفل. ويتضمن ثلاثة مراحل: المرحلة الأولى، التركيز على تحليل الظروف الاقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية والتأثير المحتمل على سوق رأس المال. المرحلة الثانية، تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة، إما بسبب الظروف الاقتصادية التي يحتمل أن تسود في المستقبل، أو بسبب تطور تكنولوجي أو تغير اجتماعي أو أسباب أخرى. المرحلة الثالثة، التحليل على مستوى المؤسسات بهدف معرفة أفضل المؤسسات داخل الصناعة الواعدة والتي يوصي المحلل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها.

أما المدخل الثاني فينطلق من التحليل الجزئي إلى الكلي أو التحليل من الأسفل إلى الأعلى، أي عكس المدخل الأول.

إذن يمكن القول بأن التحليل الأساسي هو وسيلة للتكهن بتحركات الأسعار المستقبلية لأي أداة مالية بالاعتماد على البيئة الاقتصادية والسياسية وعوامل أخرى تتعلق بها والإحصائيات التي سوف تؤثر على العرض والطلب الأساسي بالنسبة لكل ما يشكل الأداة المالية.

أي أن التحليل الأساسي يقوم بتحديد القيمة العادلة لسعر السهم في السوق، عن طريق تجميع وتحليل القوائم المالية الكاملة وتشمل (الميزانية العامة، حساب الأرباح و الخسائر، الموجودات والمطلوبات، قروض المؤسسة، بيان التدفقات النقدية، وبيان المتغيرات في حقوق المساهمين). وهناك معلومات كثيرة أخرى يجب الانتباه إليها عند تحليل مؤسسة ما وهي على عدة مستويات، وهذه المستويات هي مستوى الاقتصاد بشكل عام، مستوى القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، ومستوى المؤسسة ذاتها، والمطلوب من ذلك هو إيجاد القيمة العادلة للمؤسسة أو للسهم الذي ينبغي أن يدفع المستثمر للاستثمار في هذا السهم أو ذاك.

ويمتاز التحليل الأساسي عن التحليل الفني بتركيزه على المعلومات التي تساعد على التنبؤ بالأرباح المستقبلية للمؤسسة، ومن هنا فإن التحليل الأساسي ينظر إلى الأرباح التي تنشأ من نشاط المؤسسة كمحدد أساسي للقيمة السوقية للسهم. كما يمتاز التحليل الأساسي أيضا بسعيه للتعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها ربحية المؤسسة، وهذا ما لا يتوفر في التحليل الفني. ومن هنا يتضح لنا أهمية التحليل الأساسي وتفوقه على التحليل الفني، فالأساسي يبني توقعاته على حقائق تتعلق بالاقتصاد الكلي من جهة وبحقائق تتعلق بالمؤسسات نفسها من جهة أخرى، بالتالي فإن الاعتماد على التحليل الأساسي في اتخاذ القرارات الاستثمارية سوف يقلل من المضاربات العشوائية التي لا تقوم على أساس، كما أنه في نفس الوقت سيقلل من المخاطر المرتبطة بالاستثمار في سوق الأسهم. لذا فإنه ينبغي على الجهات ذات العلاقة (هيئة سوق المال، وزارة

---

[1]- محمد بن سلطان السهلي، **مقال حول التحليل الأساسي**،[على الخط]،متاح على:
< www.ibtesama.com/vb/showthread-t-11117.html >، تاريخ التحميل: 2009/11/30.

التجارة، البنوك .....) العمل على تشجيع هذا النوع من التحليل لواقعيته واعتماده على الحقائق الملموسة، كما انه يلزم العمل على توفير البيانات والمعلومات اللازمة لقيام هذا التحليل بدوره في توجيه قرارات المستثمرين من جهة وللقضاء على المضاربة العشوائية من جهة أخرى[1].

2- التدرج المنطقي للتحليل الأساسي:

يتدرج التحليل الأساسي منطقيا من العموميات إلى الخصوصيات، حيث يبحث المحلل فيما يلي:[2]

أولا: البيئة الاقتصادية للاستدلال على الاتجاه المستقبلي لأسعار الأوراق المالية، فعلى سبيل المثال يعتبر ارتفاع أسعار الفائدة وزيادة التضخم دلالة على أن أسعار الأوراق المالية قد تنخفض.

ثانيا: ظروف الصناعة، ويرجع فحص ظروف الصناعة إلى أن الصناعات تبدي ردود أفعال مختلفة تجاه التغيرات في البيئة الاقتصادية، ويميل الطلب على السلع مرتفعة الثمن مثل السيارات والأجهزة المنزلية والعقارات للاستجابة بصورة كبيرة للتغيرات في مستوى النشاط الاقتصادي، على حين أن الطلب على المنتجات الأخرى مثل الضروريات (الطعام على سبيل المثال وبعض السلع الاستهلاكية) يكون أقل استجابة للتغيرات الحادثة في النشاط الاقتصادي.

ثالثا: دراسة ظروف المؤسسة حيث أن ما ينطبق على الصناعة والاقتصاد بوجه عام قد لا ينطبق على مؤسسة بعينها، فبعض المؤسسات يكون أداؤها سيئا حتى في فترات الازدهار الاقتصادي، والعكس صحيح حيث أن بعض المؤسسات تزدهر في فترات الركود الاقتصادي، وهذه الأوراق المالية قد تكون فرصة جيدة للشراء حتى لو بدا أن السوق كله سوف يتراجع.

وقد يكون من الصعب تبرير شراء أوراق مالية عندما يكون أداء الاقتصاد أو الصناعة سيئا، ومع ذلك فإن بعض المحللين يعتقدون أن هذا هو أفضل وقت لشراء الأوراق المالية، حيث أن اندفاع الكثير من المستثمرين لبيع أوراقهم المالية قد يؤدي إلى انخفاض أسعار شراء الأوراق المالية، وبالتالي يمكن شراؤها بسعر منخفض، غير أن العمل في الاتجاه المضاد لإجماع معين بشأن إستراتيجية الاستثمار ليس بالأمر السهل، وعليك أن تفكر فقط في مدى صعوبة الإقدام على شراء أوراق مالية .

ويتبع معظم المحللون الماليون المنطق العام للتحليل الأساسي القائم على دراسة الاقتصاد والصناعة وأداء المؤسسة ووضعها في نطاق الصناعة، وهم يستخدمون التحليل للمساعدة في التعرف على ما يعتقدون بأنه الاتجاه العام للسوق والأوراق المالية المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية.

المطلب الثاني: تحليل الظروف الاقتصادية العامة.

ستتم دراسة وتحليل الظروف الاقتصادية من خلال العناصر التالية:

---

[1]- محمد بن سلطان السهلي، مرجع سابق، ،[على الخط]،متاح على: < www.ibtesama.com/vb/showthread-t-11117.html >، تاريخ التحميل: 2009/11/30.

[2]- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، 2002، مرجع سابق، ص ص: (5-6).

1- الناتج المحلي الإجمالي:
يعتبر الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تعطي وبشكل واضح الحالة التي يمر بها الاقتصاد ويعبر على مدى انتعاش أو انكماش الاقتصاد "والذي يهمنا هو معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي حيث أن زيادة 01% من هذا المعدل قد تؤدي إلى معدل نمو 10% لصالح المؤسسات الوطنية".[1]
كذلك يشير "بيرس ورولي" إلى أن تأثير التقارير عن حجم الناتج الوطني يمكن أن يكون لها تأثير إيجابي، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم وتؤدي إلى ارتفاع أسعارها".[2]

2- السياسة النقدية:
بالإضافة إلى التنبؤات بالناتج المحلي الإجمالي فإن المستثمر يجب أن يهتم بالسياسة النقدية للبنك المركزي، ويسعى البنك المركزي إلى تحقيق نفس الأهداف الاقتصادية العامة، وهي تحقيق التوظيف الكامل واستقرار الأسعار والنمو الاقتصادي، ويسعى البنك المركزي إلى تحقيق تلك الأهداف الاقتصادية من خلال تنظيم عملية تقديم الائتمان والنقود، فعندما يرغب البنك المركزي في زيادة المعروض من النقود والائتمان للمساعدة في رفع مستوى الدخل والعمالة، فإنه يتبع سياسة نقدية"هينة"، أما عندما يرغب في تقليص المعروض من النقود والائتمان للمساعدة في مواجهة التضخم، فإنه يتبع سياسة نقدية صارمة.[3]
ويوجد لدى البنك المركزي عدة أدوات يحدث عن طريقها تأثيرا في المعروض من النقود والائتمان، نذكرها دون التفصيل فيها وهي:" نسبة الاحتياطات، سعر الخصم، عمليات السوق المفتوحة". وتعمل هذه الأدوات بشكل أساسي عن طريق تغيير قدرة البنوك التجارية على منح القروض، وبهذه الطريقة يزيد أو ينقص من المعروض من النقود.
من هذا نلمس تأثيرين لسياسة البنك المركزي هما:[4]
أ-التأثير الأول: عندما يشتري البنك المركزي أوراقا مالية حكومية فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع أسعار تلك الأوراق، فيؤدي ذلك إلى تحويل المستثمرين إلى شراء الأوراق المالية للمؤسسات مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وبالتالي انخفاض عوائدها.
ويحدث عكس ذلك عندما يبيع البنك المركزي الأوراق الحكومية حيث يعمل ذلك على خفض أسعارها وزيادة أسعار الفائدة، مما يؤدي إلى تحويل المستثمرين إلى

---
[1] - Anne Emmanuelle et Dognon Remy, **investir en bourse avec les clubs d’investissement**, Edition DUNOD, Paris, 2001, p : 93.
[2]- منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 166.
[3]- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، 2006، مرجع سابق، ص ص: (89-90).
[4]- جمال الدين خاسف، **استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية**، رسالة لنيل درجة ماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، السنة الدراسية 2006/2005، ص ص: (64-65).

شراء الأوراق المالية الحكومية وبالتالي انخفاض أسعار الأوراق المالية للمؤسسات فيؤثر ذلك على أسعارها بالانخفاض وعوائدها بالزيادة.

ب- **التأثير الثاني:** إن كل أصول واستثمارات المؤسسة يجب تمويلها من خلال مصادر التمويل وهذا قد يؤثر على تكلفة التمويل للمؤسسة، فالتشديد في منح القروض يرفع من تكلفة التمويل وبالتالي تتأثر الأرباح سلبا مما يؤثر سلبا كذلك على أسعار الأوراق المالية للمؤسسة، بالإضافة إلى كون الصرامة في منح القروض قد يؤدي بالأفراد إلى طلب عوائد أكبر على استثمارات حقوق الملكية لأن لهم البديل في توظيف أموالهم في أدوات الدين.

وعليه، فعلى المستثمر معرفة السياسة النقدية التي ينتهجها البنك المركزي، ويمكن معرفة ذلك من خلال معرفته تغيرات الاحتياطي النقدي للدولة واحتياطيات البنوك وذلك من خلال تصريحات البنك المركزي أو من الصحف المختصة.

3- السياسة المالية:

إن للسياسة المالية التي تتمثل أساسا في وسائل التمويل والإنفاق الحكومي أي الإيرادات والنفقات، حيث تعد الجباية القسم الأكبر من الإيرادات كما هو الحال بالنسبة للجزائر ودول أخرى، ومنه سنركز في هذه النقطة على كيفية تأثر أسعار الأوراق المالية بالسياسة المالية.

إذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المؤسسات فإن هذا من شأنه أن يترك أثرا إيجابيا على أرباحها الصافية وهو ما يترتب عليه بالتبعية ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة.

غير أن لتخفيض الضريبة آثاره السلبية التي تتمثل في نقص موارد موازنة الدولة، مما يضطر الحكومات إلى اللجوء إلى التمويل بالعجز، وهو ما يتسبب عادة في حدوث التضخم. وتأمل الحكومات أن يكون التأثير الإيجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح المؤسسات أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح والناجم عن حدوث تضخم، وإذا ما حدث ذلك تكون النتيجة المتوقعة هي اتجاه صعودي في حركة أسعار الأسهم، أما إذا حدث العكس وكانت الآثار سلبية لتخفيض معدل الضريبة أكبر من تأثيرها الإيجابي حينئذ يتوقع أن تتجه الأسعار نحو الهبوط.[1]

كما يجب على المحلل الأساسي الانتباه إلى الإعفاءات التي تستفيد منها بعض المؤسسات، فهناك مؤسسات تحصل على إعفاءات لأنها تعمل في منطقة جغرافية معينة أو أخرى تستفيد من إعفاءات لأنها تعمل في صناعات معينة تريد الدولة تطويرها، هذه الإعفاءات يترتب عنها زيادة أرباح هذه المؤسسات وبالتالي زيادة التوزيعات التي تقدمها وبالتالي تتجه أسهم هذه المؤسسات إلى الارتفاع.

4- أسعار الفائدة:

هناك أوراق مالية كالسندات طويلة الأجل، والأسهم الممتازة لبعض المؤسسات كمؤسسات المرافق العامة، تتأثر بالتغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة، فعند ارتفاع هذه الأخيرة يصبح الاستثمار في الأدوات ذات العائد الثابت كالسندات غير جذاب، لأن

---

[1]- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص:162.

المستثمر يقوم ببيع ما لديه من سندات ويوظف أمواله في الأوعية الاستثمارية التي يزداد تدفق دخلها مع مستوى أسعار الفائدة وهذا ما يدفع أسعار السندات والأوراق المالية من نفس النوع إلى الانخفاض.

نفس التأثير نجده فيما يخص الأسهم العادية للبنوك والمؤسسات التي تنتج السلع المعمرة، فبالنسبة للبنوك عند ارتفاع أسعار الفائدة يزيد من تكلفة الأموال التي يحصل عليها المودعين مما يؤثر سلبا على أرباحها وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها، وهذا ينطبق على مؤسسات المرافق العامة كمؤسسات الإسكان، ففي حالة ارتفاع أسعار الفائدة فإن مستهلكي هذه السلع يؤجلون الشراء حتى تعود الأسعار إلى الانخفاض وبالتالي فإن هذه المؤسسات تتأثر نتيجة لتأثر مبيعاتها وبالتالي تنخفض أسعار أسهمها.[1]

5- التضخم:

نعني بالتضخم ارتفاعا مستمرا في المستوى العام للأسعار ويحدث هذا عندما يكون مستوى الطلب العام على السلع والخدمات أكبر من الطاقة الإنتاجية، ولعل تقارير معدل التضخم لها أثر على أسعار الأوراق المالية، فعند ارتفاع هذا المعدل فإنه يؤثر على أسعار الفائدة بالارتفاع وبالتالي على المستثمر أن يتجنب الأوراق المالية الحساسة لأسعار الفائدة.

فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلا من شأنه أن يترك أثرا عكسيا على تلك الأسعار وذلك لسببين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر:[2]

السبب المباشر يتمثل في أن التقارير تحمل في طياتها المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية، وانخفاض قيمتها السوقية بالتبعية.

أما السبب غير المباشر فمرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظله المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلا من تكلفة إحلالها، في فترات التضخم يتوقع أن يسفر ذلك على انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسة وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية.

6- الانكماش:

الانكماش هو عكس التضخم ويقصد به فترة من هبوط الأسعار. ومن هنا فإن أسعار الأصول المادية مثل العقارات والمعادن النفيسة تهبط أثناء فترة الانكماش. وبالتالي فإذا كان من المتوقع حدوث انكماش يجب على المستثمر اقتناء الأصول المالية التي ستزيد قيمتها، ثم يستطيع الفرد أن يقتني الأصول المادية عندما تهبط أسعارها.

الإستراتيجية التي تحقق الأمان الأقصى هي اقتناء الأصول السائلة القصيرة الأجل مثل ودائع البنوك فحيث أن الانكماش يزيد من القوة الشرائية للنقود فإن المستثمر

---

[1]- جمال الدين خاسف، مرجع سابق، ص : 66.

[2]- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص: (165-166).

يرغب في الاحتفاظ بالنقود وبالأصول السائلة الأخرى. ومع ذلك فإن الانكماش يكون مصحوبا بهبوط في أسعار الفائدة وارتفاع في أسعار السندات، ومن ثم فإن البيئة الانكماشية تجعل من التزامات الدين طويلة الآجل استثمارات جيدة. وإذا كان الفرد يمتلك بالفعل سندات طويلة الآجل فلا بد أن يشتري فقط السندات من النوع الممتاز.
وقد يصاحب الانكماش حدوث حالات إفلاس كثيرة حيث تصبح المؤسسات عاجزة عن الوفاء بالتزاماتها المالية. وبذلك تكون الإستراتيجية الأسلم للمستثمرين هي اقتناء السندات الصادرة من الحكومة والمؤسسات الصناعية الكبيرة والمرافق الرئيسية والمؤسسات ذات القوائم المالية القوية. ويجب أن يحصر المشتريات في الأوراق المالية الجيدة ذات الدخل الثابت وذلك لأن قيمة السندات ترتبط بدرجة أساسية بقدرة المؤسسات المدينة على خدمة الدين فإذا عجزت تلك المؤسسات عن دفع الفائدة وتسديد قيمة القرض الأصلي في المواعيد المحددة فإن قيمة السندات سوف ترتفع حيث أسعار الفائدة الهابطة تصاحب الانكماش.
نفس التأكيد على الجودة ينطبق أيضا على الاستثمارات الموظفة في الأسهم العادية. ومع ذلك فنظرا لأن الكثير من المؤسسات سوف تتعرض لانخفاض الطلب على منتجاتها وصعوبة في تحصيل الحسابات المدينة وهبوط في هوامش الربح فإن أسهم مؤسسات عديدة قد تكون استثمارات رديئة في فترة الانكماش، ومع ذلك فإن الانكماش قد يخلق فرص شراء ممتازة إذا انخفضت أسعار الأسهم بدرجة كافية.[1]

المطلب الثالث: تحليل ظروف الصناعة.

يدرك المحللون الأساسيون أهمية تحليل ظروف الصناعة في معرفة الفرص المربحة وعادة ما تتم دراسة ظروف الصناعة للإجابة على بعض الأسئلة أهمها:

- هل هناك اختلاف في العوائد بين مختلف الصناعات؟
- هل يستمر تقديم معدلات عائد مرتفعة لصناعة ما لفترة زمنية معينة؟
- هل يوجد اختلاف في درجة المخاطر بين الصناعات داخل الاقتصاد، وهل تتغير هذه الدرجة مع مرور الزمن؟

للإجابة عن هذه الأسئلة يجب على المحلل الأساسي أن يقوم بتعريف الصناعة وتصنيفها ويختار الأدوات المناسبة لتحليل ظروفها.

1- التعريف بالصناعة:

التعريف بالصناعة عادة ما يكون بتعريف المنتج الذي تقدمه كالصناعات الغذائية أو الصناعات التحويلية وغيرها، لكن مع التطور الذي يشهده العالم والتنوع الكبير في الإنتاج أصبح من الصعب إعطاء تعريف بالصناعة على أساس المنتج لهذا فعلى المحلل الأساسي أن يعطي مفهوما للصناعة على أساس هدف التحليل.[2]

2- تصنيف الصناعة:

بعد التعريف بالصناعة يجب على المحلل الأساسي تصنيفها، والتصنيف الأكثر شيوعا هو الذي يصنفها إلى صناعات متنامية، صناعات المرتبطة بالدورات، صناعات دفاعية وصناعات متدهورة.[3]

---

[1]- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، 2006، مرجع سابق، ص ص: (108-109).
[2]- جمال الدين خاسف، مرجع سابق، ص : 68.
[3]- نفس المرجع والصفحة.

2-1- الصناعات المتنامية: هي تلك الصناعات التي معدل نموها يتطور بوتيرة أكبر من تطور نمو الاقتصاد كالصناعات الالكترونية والحاسوب والصناعات المرتبطة بالهندسة الوراثية.

2-2- الصناعات المرتبطة بالدورات: هي التي تتأثر بحالة الاقتصاد الوطني فهي تزدهر في فترات انتعاش الاقتصاد وتنخفض مع حالات الكساد، وعموما هي صناعات المنتجات المعمرة كصناعة السيارات والإسكان.

2-3- الصناعات الدفاعية: هي الصناعات التي تزدهر مع ازدهار الاقتصاد وتنكمش بمعدل أقل في فترات الكساد والانكماش، ومن الأمثلة عن الصناعات الدفاعية نجد صناعات الأغذية وصناعات الدواء وغيرها.

2-4- الصناعات المتدهورة: هي الصناعات التي يكون معدل نموها أقل من معدل نمو الاقتصاد ككل مثل الصناعات التقليدية والحرفية كصناعة الأواني النحاسية.

3- اعتبارات تحليل ظروف الصناعة:

هناك اعتبارات يجب على المحلل الأساسي أن يضعها نصب عينيه ويدركها إدراكا تاما هي:[1]

3-1- ظروف المنافسة: يقصد بها المنافسة في المستقبل داخل الصناعة، وإمكانية دخول منافسين جدد وهل توجد موانع أو حواجز لدخول الصناعة أم لا؟

هناك ثلاثة موانع رئيسية هي: تمييز منتجات الصناعة، ومزايا مطلقة في التكاليف، ومزايا الحجم الكبير، وعلى المحلل الأساسي أن يدرس خطر السلع البديلة.

3-2- حجم العرض وحجم الطلب: على المحلل الأساسي أن يقدر حجم كل من العرض والطلب على منتجات الصناعة، حيث أن المعلومات المتحصل عليها تمكنه من معرفة هل أن الصناعة قادرة على تغطية هذه الزيادة في الطلب أم لا، ففي حالة عدم القدرة على تغطية الزيادة في الطلب فهو مؤشر على دخول منافسين جدد، وبالتالي زيادة العرض الذي يؤثر سلبا على ربحية المؤسسة وعلى أسهمها بالتبعية.

3-3- تأثير اللوائح الحكومية: يقصد بها الشروط التي تضعها الحكومة أو تفرضها على نوع معين من الصناعات، ويختلف هذا التدخل حسب أهمية الصناعة، ففي صناعة الكهرباء والغاز مثلا تضع الدولة حدا للأسعار مما يؤثر سلبا على ربحية المؤسسات التي تعمل في هذه الصناعة بصفة خاصة، وتحد من نمو الصناعة عامة إلا أنه يوجد جانب إيجابي للتدخل الحكومي يكمن في أن الحكومة تمنح مساعدات مالية لهذه المؤسسات أو خصم ضريبي، لذا على المحلل الأساسي أن يهتم بكل هذه الجوانب ويقارن ما تحصل عليه الصناعة من امتيازات وما تقدمه من تنازلات وأثر ذلك على أداء المؤسسات وأسعار أسهمها.

4- أدوات تحليل ظروف الصناعة:

إن الأدوات الأكثر شيوعا هي دورة حياة الصناعة، والتنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة والتنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة.

---

[1]- نفس المرجع، ص ص: (68-69).

4-1- دورة حياة الصناعة: تعبر دورة حياة الصناعة عن المراحل التي تمر بها الصناعة منذ نشأتها إلى زوالها أو استمرارها، ولعل هناك تشابه بين مراحل حياة المنتج وحياة الصناعة وهي لدى أغلب الاقتصاديين أربع مراحل:[1]

أ- مرحلة الظهور (الانطلاق): هي مرحلة ظهور منتج جديد أو صناعة جديدة، وتتميز هذه المرحلة بقلة المبيعات وذلك لعدم التأكد بشأن المنتج من حيث إدخال التحسينات، كما تتميز بقلة الأرباح ذلك لما يصاحب هذه المرحلة من حملات إعلانية للتعريف بالمنتج ورغم قلة المنافسة في هذه المرحلة إلا أنه قد تحقق المؤسسة خسائر.

ب- مرحلة النمو السريع: تتميز هذه المرحلة بزيادة حجم المبيعات وتزداد معه الأرباح، كما تتميز هذه المرحلة بأن معدل نموها أكبر من معدل نمو الاقتصاد، وفي نهاية هذه المرحلة تتسم بدخول منافسين جدد مما يؤدي إلى التشبع النسبي للسوق.

ج- مرحلة النضج: تتسم هذه المرحلة بمعدل نمو لا يتجاوز معدل نمو الاقتصاد، كما تتميز باشتداد المنافسة السعرية مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح، كما يتوفر للصناعة قدر كبير من السيولة.

د- مرحلة الاستمرار أو الزوال: تتميز هذه المرحلة باستقرار عدد الوحدات المباعة، كما تتميز هذه المرحلة بمعدل نمو أقل من معدل نمو الاقتصاد، وفي هذه المرحلة هناك صناعات تزول كون منتجاتها تتعرض للتقادم.

لذلك على المحلل الأساسي أن يعرف المراحل التي تمر بها الصناعة المراد دراستها، ومن الواضح أن الاستثمار في المرحلة الأولى والأخيرة محفوف بالمخاطر حيث تكون العوائد قليلة مما يؤثر سلبا على أسعار الأوراق المالية للمؤسسات التي توجد في هاتين المرحلتين.

4-2- التنبؤ بالطلب على الصناعة: حيث تستعمل طرق رياضية وأخرى بيانية للتنبؤ بالطلب على المنتجات ابتداء من الطلب في السنوات الماضية، ومن أهم الطرق الرياضية وأكثرها استعمالا الانحدار المتعدد الذي يعطي لنا العلاقة بين المبيعات (المتغير التابع) بجملة من العوامل (المتغيرات المستقلة) كالسعر والدخل وغيرها.[2]

4-3- التنبؤ بربحية الصناعة: كما هو الحال بالنسبة للتنبؤ بالطلب على المنتجات فالتنبؤ بمستقبل الربحية يكون من خلال تحليل الانحدار أو الرسوم البيانية، لكن لا بد من توافر البيانات التاريخية فيما يخص ربحية الصناعة.

المطلب الرابع: تحليل ظروف المؤسسة.

تعتبر مرحلة تحليل ظروف المؤسسة أهم مرحلة في التحليل الأساسي، لذا فإن الكثير من المحللين الأساسين يولونها أهمية كبيرة.

1- أهمية المعلومات:

[1]- جمال الدين خاسف، مرجع سابق، ص ص: (69-70).
[2]- جمال الدين خاسف، مرجع سابق، ص: 70.

تعتبر المعلومات عصب القرارات الاستثمارية فبدونها تعتبر كل القرارات عشوائية قد تؤدي بصاحبها إلى نتائج سلبية وتأتي هذه الأهمية للعلاقة الموجودة بين المنافع التي يتحصل عليها أصحاب رأس المال والمخاطر التي يتعرضون لها، فأصحاب الأسهم العادية في حالة تحقق ربح يحصلون على مستحقاتهم بعد تسديد فوائد القروض والأسهم الممتازة، وفي حالة الإفلاس يكونون أول من يتحمل الخسارة، لذلك تكون الحاجة للمعلومة ملحة لأصحاب حقوق الملكية خاصة الوضع المالي وهيكل رأس المال، لذا على المؤسسة المدرجة في البورصة أن تفصح عن المعلومات حيث يعد الإفصاح الكافي أهم المبادئ لإعداد القوائم المالية، وذلك على أن يشمل إعداد القوائم المالية ملاحظات ومعلومات إضافية لتجنب التضليل ولعل أهم الجوانب التي يتم الإفصاح عنها السياسات والمبادئ والطرق المحاسبية المستعملة في إعداد القوائم، والأطراف والصفقات الهامة والأحداث المستقبلية بإضافة الالتزامات المحتملة.

المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في البورصات العالمية:

أ- معلومات عامة:

1- عرض مختصر لنتائج المؤسسة.
2- قائمة بأهداف المؤسسة وتوقعاتها المستقبلية.
3- وصف للممتلكات الرئيسية، مواقعها، وظائفها، حجمها.
4- عرض معلومات عن أنشطة البحوث والتطوير.
5- عرض معلومات عن العمالة.
6- النفقات الرأسمالية.

ب- معلومات عن الإدارة:

7- معلومات عن أعضاء مجلس الإدارة مثل أسمائهم ومرتباتهم.
8- معلومات عن المديرين مثل أسمائهم ومسؤولياتهم الوظيفية.

ج- معلومات عن رأس مال المؤسسة:

9- معلومات عن تمويل رأس المال.
10- قائمة مختصرة بالتغيرات في أسعار الأسهم في السنوات السابقة وأي تغيرات مستقبلية متوقعة.
11- معلومات عن المساهمين.

د- معلومات مالية:

12- ملخص تاريخي للبيانات المالية.
13- القوائم المالية المعتمدة (قائمة المركز المالي وقائمة الدخل).
14- قائمة التدفقات النقدية.
15- توزيعات الأرباح المسجلة والمستقبلية وسياسة التوزيعات.
16- معلومات عن الاستثمار في المؤسسة.
17- عرض نتائج المؤسسة في العام الماضي.
18- معلومات عن الدعاوى القضائية والتي يكون لها تأثير جوهري على المركز المالي.
19- عرض السياسات المحاسبية التي استخدمت في إعداد القوائم المالية.

2- أدوات تحليل ظروف المؤسسة:

لعل انه من أهم أدوات تحليل ظروف المؤسسة نجد تحليل القوائم المالية، والنسب المالية، وتحليل العائد، وأيضا تحليل المخاطر، وسوف نتطرق لهذه الأدوات بنوع من الشرح فيما يلي:

2-1- تحليل القوائم المالية: يهتم المحلل الأساسي عادة بنوعين من القوائم المالية (الميزانية وقائمة الدخل)، حيث يهدف تحليل هاتين القائمتين إلى مقارنة هذه القوائم من عام إلى أخر ودراسة التغير وأثره على المؤسسة، كما تتم مقارنة بنود الميزانية ذاتها سواء بقيم مطلقة أو نسب مئوية. كما ينبغي مقارنة القيم المتحصل عليها مع متوسط الصناعة أو مع المؤسسات الرائدة في الصناعة، ولكي يكون التحليل أكثر دقة فيمكن الاعتماد على عدد أكبر من السنوات حتى يكون لها اتجاها معينا باستخدام السلاسل الزمنية والأرقام القياسية، حيث يمكن عرض هذه الأرقام بطريقة سهلة للفهم.[1]

2-2- النسب المالية: وتعتبر النسب المالية أكثر أدوات التحليل استعمالا وتصنف هذه الأدوات إلى خمس مجموعات:[2]

أ- نسبة السيولة: تقيس قدرة المؤسسة على أداء الالتزامات قصيرة الأجل باستعمال النقدية أو الأصول المتداولة، وتعتبر هذه النسب مؤشرا على إمكانية الإفلاس في حالة عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بهذه الالتزامات، ومن أهم هذه النسب نسبة التداول ونسبة التداول السريع.

ب- نسبة الاقتراض: هي النسب التي تقيس درجة المديونية ومدى اعتماد المؤسسة على الأموال المقترضة في تمويل احتياجاتها. وعلى المحلل الأساسي أن يدرس الجوانب الإيجابية والسلبية لزيادة هذه النسبة، لأنه كما هو معروف أن الأموال المقترضة أقل تكلفة مقارنة بالمصاريف الأخرى نظرا للوفرات الضريبية التي تمنحها وهو الجانب الإيجابي، كما أنها تزيد من خطر الإفلاس وهو الجانب السلبي، ومن أهم هذه النسب نسبة القروض إلى الأصول ونسبة القروض إلى حقوق الملكية.

ج- نسبة التغطية: هي النسب التي تقيس مدى قدرة المؤسسة على تغطية التكاليف الثابتة بصفة عامة وتغطية فوائد القروض بصفة خاصة، وهي كذلك مؤشر مهم للإفلاس الذي قد تتعرض لها ومن أهمها معدل تغطية الفوائد ومعدل تغطية التكاليف الثابتة.

د- نسب النشاط: تقيس كفاءة إدارة الأصول أي الاستفادة من الأصول بصورة فعالة، ومنه فعدم الاستعمال الكامل لأصول المؤسسة من شأنه أن يضيع فرص بيع والتي تؤثر سلبا على ربحية المؤسسة وبالتالي على القيمة السوقية لأسهمها، ومن أهم نسب النشاط نجد معدل دوران المخزون ومعدل دوران الأصول المتداولة.

---

[1]- جمال الدين خاسف، مرجع سابق، ص : 71.

[2] - Stéphane Griffiths, **gestion financiére**, Edition chihab- eyrolles, ALGER, 1996, p :69.

هـ- نسب الربحية: تقيس قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح جراء المبيعات وكذلك تقيس الأرباح على كل دينار مستثمر ومنه فنسب الربحية تعد مقياسا على كفاءة الإدارة في التحكم بالتكاليف، ومن أهم نسب الربحية الهامش المجمل للربح، هامش صافي ربح العمليات والقوة الإيرادية.

2-3- تحليل العائد: يعد تحليل العائد أمرا بالغ الأهمية لارتباطه المباشر بالاستثمار في الأسهم ويتم دراسة العائد وتحليله من خلال:

أ-ربحية السهم: تعد ربحية السهم من أهم النسب التي تقيس العائد وتحسب بالعلاقة:[1]

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم}}$$

هذا في رأسمال بسيط، ففي حالات أخرى يتكون رأس المال فيها من أسهم ممتازة، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم وغيرها، وكلها أوراق لها نصيب من الأرباح حالها حال الأسهم العادية، إذن ففي وجود هذه الأوراق فإن ربحية السهم ستنخفض وذلك لزيادة في عدد الأسهم.

كما أنه توجد حالات تزداد فيها ربحية السهم آليا مثل زيادة في صافي الأرباح بنسبة أكبر من زيادة عدد الأسهم، أو حالة شراء المؤسسة لأسهمها مما يؤدي إلى تقليص عدد الأسهم المكونة لرأس المال.

منه فعلى المحلل الأساسي أو المستثمر أن يتنبأ بالوقت الذي قد تقوم به المؤسسة أو أصحاب هذه الأوراق بممارسة حقهم.

ب- مضاعف الربحية: يعتبر مضاعف الربحية أحد مؤشرات قيمة المؤسسة، وهو يقيس عدد المرات التي يمكن من خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم بواسطة ربحية السهم، وتستخدم هذه الأداة في المقارنة بين مختلف الأسهم، القطاعات الاقتصادية وحتى الأسواق المالية ويعطى بالعلاقة:[2]

$$\text{مضاعف الربحية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم}}$$

حيث يعتبر الاعتماد على مضاعف الربحية كوسيلة وحيدة للاستثمار إستراتيجية محفوفة بالمخاطر حيث:

- يتأثر بشكل كبير بمستوى الأرباح المعلنة والتي يمكن للمؤسسة أن تتحكم فيها.
- إهماله لدرجة المخاطرة التي تنتمي إليها المؤسسة.
- السعر السوقي عادة ما يعكس معلومات متاحة لكافة المستثمرين، أي استبعاد تحقيق أي عوائد غير عادية.

ج- نسبة التوزيعات المدفوعة: وتحسب هذه النسبة كما يلي:

[1] - Didier Vitrac, **Tout savoir sur la bourse,** Edition GUALINO, 2001, p : 181.
[2] - Ibid, p : 190.

نسبة التوزيعات المدفوعة = أرباح الأسهم المدفوعة للأسهم العادية / صافي الربح بعد الضريبة - أرباح الأسهم الممتازة إن وجدت

وتقيس هذه النسبة الجزء الموزع لحملة الأسهم العادية وهو يعبر عن مدى سخاء المؤسسة تجاه مساهميها، وتختلف هذه النسبة من قطاع إلى أخر فقد نجد هذه النسبة منخفضة في قطاعات الصناعة لما تحتاجه من تمويل لاستثماراتها وترتفع في قطاعات النشاطات المالية والعقارية، فإذا كان المستثمر مضاربا فقد يهتم بالمؤسسات ذات نسبة توزيعات عالية وإذا كان من كبار المستثمرين فقد يساند الأرباح المحتجزة العالية لإعادة استثمارها والتي ستعود عليه بأرباح أكبر.

د- نسبة ملكية المؤسسات المالية: وتقاس بالعلاقة التالية:[1]

نسبة ملكية المؤسسات المالية = عدد الأسهم المملوكة للمؤسسات / عدد أسهم المؤسسة

ويقصد بالمؤسسات المالية صناديق الاستثمار وشركات التأمين والبنوك والتي توجه جزءا من مواردها المالية لشراء الأسهم، ويفضل العديد من المستثمرين شراء أسهم المؤسسات التي تنخفض فيها هذه النسبة.

هـ- غلة التوزيعات: وهو يعبر عن المستوى الفعلي لنصيب السهم من التوزيعات ويعطى بالعلاقة التالية:[2]

غلة التوزيعات = نصيب السهم من التوزيعات / القيمة السوقية للسهم

تتوقف أهمية النسبة إلى حجم المستثمر، فإذا كان من صغار المستثمرين فإنه يفضل شراء الأسهم التي تتسم بارتفاع غلة التوزيعات، أما كبار المستثمرين فإنهم يفضلون شراء أسهم المؤسسات الواعدة حتى ولو كانت الغلة منخفضة. وهذا لأن أسعار المؤسسات التي ترجع فيها نسبة ملكيتها للمؤسسات المالية عادة ما تكون قريبة من قيمتها الحقيقية بسبب كفاءة القرارات الاستثمارية التي تتخذها تلك المؤسسات، ومن ثمة لا تتاح للمستثمر أرباح رأسمالية ملموسة.

2-4- تحليل المخاطر: طالما أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على ضوء العائد والمخاطر معا، كان من الضروري على المحلل الأساسي أن يتعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، حيث يعرف ويسير المخاطر على أنها "فرصة تكبد أذى أو تلف أو ضرر أو خسارة". وهو تعريف لا يختلف فيه اثنان،

---

[1]- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص: (193-194).

[2]- عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية مدخل القرارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1997، ص: 116.

لكن الجانب الذي يهمنا هو الجانب الكمي أو القياسي للمخاطر الذي سنتطرق إليه لاحقا.

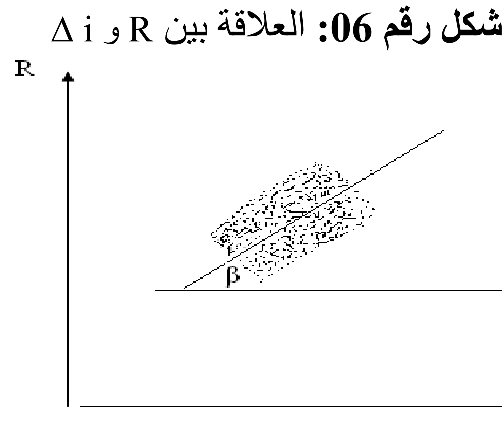
2-4-1- أنواع المخاطر: تنقسم المخاطر إلى نوعين:[1]

أ- المخاطر المنتظمة: تتمثل في المخاطر العامة نتيجة التقلبات التي تطرأ على البنية الاقتصادية، السياسية والاجتماعية التي تمس السوق ككل.

ب- مخاطر غير منظمة: هي المخاطر الخاصة التي تنفرد بها ورقة مالية معينة مثل الأخطاء الإدارية، دعاوى قضائية، التي تتسبب في تقلب عوائد المؤسسة ويمكن القضاء على هذا النوع من المخاطر بالتنويع.

2-4-2- التعبير الكمي للمخاطرة: يطلق على اللفظ بيتا **(β)** عن المخاطر الراجعة لتقلب السوق ككل والتي جاء بها الباحث الأمريكي "شارب sharp" والذي خلص أن المخاطر المرتبطة بأي سهم هي التقلب في عوائده، وباستخدام الطرق الإحصائية فإننا نجد علاقة ما بين (R , Δ i) حيث يمثل R العائد و Δ i التغير في العائد، ويمكن رسم خط الانحدار كما هو موضح في الشكل الآتي:

شكل رقم 06: العلاقة بين R و Δ i



Source : André Kovacs, **Comprendre la bource,** Edition HOMMES ET TECHNIQUES, 1985, p :54.

وباستعمال طريقة المربعات الصغرى يمكن إيجاد معامل الارتباط.[2]

$$R = \alpha + \beta \Delta i$$

حيث:

R: العائد.

α: ثابت.

---

[1]- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 197.

[2] - André Kovacs, **Comprebdre la bource,** Edition Hommes et ommes et techeniques, 1985, p :55.

β: درجة المخاطر.

Δi: التغير في العائد.

من الشكل السابق يتبن أن هناك علاقة طردية بين R و Δi، أي كلما زاد العائد زاد التذبذب فيه، أي أن تحمل درجة مخاطر أكبر تعطي عائد أكبر، ونلاحظ ما يلي:

- $\beta = 1$ معناه أن العائد عديم التذبذب مقارنة بالسوق والمخاطر في السهم تساوي المخاطر في السوق.
- $\beta < 1$ (أقل من واحد): يعني أن عائد السهم يتذبذب بدرجة أقل من السوق ويكون السهم ذو خطورة قليلة.
- $\beta > 1$ (أكبر من واحد): أي أن عائد السهم يتذبذب بدرجة أكبر من السوق، وينطوي السهم في هذه الحالة على درجة مخاطرة عالية.

كما رأينا في هذا المبحث أن عملية تقييم الأسهم عن طريق استخدام التحليل الأساسي ليست عملية سهلة ولا يمكن لكل المستثمرين استخدامها بكفاءة عالية. فهذه الطريقة تعمل أولا على تحليل الوضع العام للاقتصاد الذي تنشط فيه المؤسسة المراد الاستثمار في أوراقها المالية، وهذا التحليل يحتاج بدوره لمعرفة كل المعطيات عن الاقتصاد والسياسات المتبعة ..إلخ من المعلومات التي يحتاجها المحلل الأساسي لهذا الغرض. ثم يقوم بتعميق الدراسة من خلال التخصص في دراسة الصناعة التي تعمل فيها المؤسسة ويحاول مقارنتها بالصناعات الأخرى، وكمرحلة أخيرة في هذا المدخل من التحليل يركز المحلل الأساسي دراسته على المؤسسة ذاتها، حيث يقوم بتحليل كل ما هو متعلق بها من قوائم مالية، سياسات متبعة، أهداف مراد الوصول إليها، نزاعات مع أطراف أخرى، وغيرها من المعلومات التي تؤثر على قيمة السهم، وبعد كل هذا التحليل الذي يجب أن يكون في وقت قصير وببداهة عالية يقوم المحلل الأساسي من تقييم الأسهم بالسعر المناسب لها.

خلاصة الفصل:

الاستثمار المالي عبارة عن تضحية بأموال حالية من خلال توظيفها في شراء أصول مالية، بغية تحقيق عوائد مستقبلية. وتمر عملية اتخاذ القرار الاستثماري بخمسة مراحل هي: تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار، تحديد مستوى الخطر الملائم، تحليل الأوراق المالية، تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية، وأخيرا تقييم النتائج المحققة.

تعتبر بورصة الأوراق المالية أحد أهم أسواق الاستثمار المالي، وهي عبارة عن سوق منظمة يتم فيها تداول (بيع وشراء) الأوراق المالية بطريقة قانونية ومنظمة. وتلعب البورصة دورا هاما وأساسيا في الاقتصاد الوطني، فهي من جهة تسمح بتعبئة المدخرات المالية وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية، ومن جهة أخرى توفر تشكيلة متنوعة من الأدوات الاستثمارية (الأسهم، السندات، وثائق الاستثمار ...إلخ) للمستثمرين أفرادا ومؤسسات، تسمح لهم بتوظيف فوائضهم المالية وتحقيق عوائد مالية مناسبة.

فاتخاذ القرار الاستثماري في الأوراق المالية هو عملية صعبة ومحفوفة بالمخاطر، لأن الاستثمار يرجى منه تحقيق عوائد مالية وهو في نفس الوقت ينطوي على مخاطر، حيث تتمثل عوائد الاستثمار في كل من الدخل الدوري (توزيعات أرباح أو فوائد ثابتة) والأرباح الرأسمالية. أما مخاطر الاستثمار فتنقسم إلى نوعين: مخاطر منتظمة عامة تشمل جميع الأصول المالية المتداولة في السوق (مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر التضخم، مخاطر السوق، المخاطر السياسية..)، ومخاطر غير منتظمة تخص أوراق مالية معينة دون غيرها، وتتعلق بالشركات أو الجهات المصدرة للأوراق المالية (مخاطر النشاط، المخاطر المالية ...).

لذلك يعد قرار الاستثمار في الأوراق المالية قرارا صعبا يحتاج إلى توافر قدر مناسب من البيانات والمعلومات التي يتم تحليلها واستخراج المؤشرات الرئيسية منها، والتي تساعد على الاختيار السليم للأوراق المالية وتحديد التوقيت الملائم للاستثمار. وفي هذا الصدد هناك مدخلان لتحليل الأوراق المالية: التحليل الفني والتحليل الأساسي، حيث يهتم التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة والمتمثلة في الظروف الاقتصادية العامة، وظروف الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة، وظروف المؤسسة نفسها، وذلك بهدف الكشف عن معلومات تساعد على التنبؤ بالأرباح المستقبلية للمؤسسة، والتي تعد محددا أساسيا للقيمة الحقيقية للورقة المالية. أما التحليل الفني فينصرف إلى دراسة حركة الأسعار في الماضي بهدف اكتشاف نمط لهذه الحركة يمكن أن تساعد في التنبؤ باتجاه الأسعار في المستقبل.

مقـدمة:

نظرا لكون الإفصاح المحاسبي واحد من بين أهم الآليات التي تساعد على ترشيد القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية، فإنه سنقوم في هذا الفصل التطبيقي القيام بدراسة تطبيقية لأحد أهم الأسواق المالية العربية وهي **"سوق دبي المالي"،** هذه الأخيرة تسعى إلى كسب الرهانات المستقبلية وتبؤ مكانة مرموقة على الساحة العالمية. ذلك من خلال التعرف على مستويات الإفصاح التي تشترطها هذه السوق، وكذلك لمستوى التزام الشركات المدرجة فيها بتقديم الإفصاحات اللازمة والملائمة للمستثمرين حتى يتمكنوا من ترشيد قراراتهم الاستثمارية في هذه السوق.

سيكون هدف الدراسة إسقاط الجانب النظري على الواقع، من خلال دراسة واقع الإفصاح ومتطلباته سواء من طرف إدارة السوق أو من طرف المستثمرين فيها، وكذلك مدى التزام الشركات المدرجة في السوق بعملية الإفصاح.

هذا الإسقاط يكون مرفوقا بعرض الأزمة المالية التي تعرضت لها سوق دبي المالي في أواخر سنة 2009، والتي نتجت عن إعلان شركة دبي العالمية نيتها إعادة هيكلة ديونها، وطلبها من المقرضين إرجاء تسديد أقساط الديون المستحقة في شهر ديسمبر 2009 إلى غاية ماي 2010.

لذا رأينا أنه يمكن تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: لمحة عن سوق دبي المالي.
- المبحث الثاني: مختلف التشريعات التي تفرضها الهيئة لتنظيم السوق.
- المبحث الثالث: دور الإفصاح في أزمة سوق دبي المالي الراهنة.
- المبحث الرابع: الدراسة الميدانية " تأثير الإفصاح على قرارات المستثمرين في سوق دبي المالي (على ضوء الأزمة).

المبحث الأول: لمحة عن سوق دبي المالي.

لقد تم اختيار سوق دبي المالي بدولة الإمارات العربية المتحدة نظرا لكونها سوق تمتاز بالمقاييس الدولية. وكذلك كونها رائدة في الدول العربية، ولدى مؤسسيها ودولتها الإرادة لتنشيطها وتفعيلها حتى تتطور وتزدهر وتصبح كأحد المقومات الاقتصادية الجالبة لرؤوس الأموال الأجنبية وكذلك تجميع المدخرات من الأفراد والوحدات الاقتصادية، كل هذا لتحقيق النمو والازدهار لدولة الإمارات العربية المتحدة ولإمارة دبي على وجه التحديد.

سنعمل في هذا المبحث على توضيح الرؤية بالنسبة لسوق دبي المالي بشكل جيد، ولهذا تم تقسيم المبحث إلى:

- المطلب الأول: لمحة حول السوق.
- المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للسوق.
- المطلب الثالث: عرض للناشطين في السوق.

المطلب الأول: لمحة حول السوق.

يعتبر سوق دبي المالي من الأسواق المالية حديث النشأة، فكان ظهورها نتيجة للقفزة النوعية التي حققتها دولة الإمارات العربية المتحدة في شتى المجالات، فسياسة الدولة في العشرية الأخيرة كانت موجهة للخروج من نفق التخلف، فعملت على إنشاء هذه السوق وتوفير كل الإمكانات لإنجاحها وجعلها تقوم بالدور المطلوب منها في دورة الاقتصاد لهذا البلد.

1- نبذة عن السوق:

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000.

تعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي، وبدأ سوق دبي المالي مزاولة نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000.

في 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال وقدره ثمانية مليارات درهم (8 مليارات درهم أي ما يعادل حوالي 2.2 مليار دولار) وتم طرح نسبة عشرون بالمائة (20%) من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم (0.4 مليار دولار) للاكتتاب العام، لقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا ومتميزا فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم أي ما يعادل 54 مليار دولار.[1]

وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول (DFM).

يعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة، كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم وهو ما يعبر عن الرؤية الطموحة لسمو الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم نائب رئيس الدولة رئيس الحكومة حاكم دبي.

يسعى هذا السوق لتحقيق الكفاءة والعدالة والشفافية والسيولة، بتوفير العديد من الخيارات، من خلال التوظيف الأمثل للموارد المتاحة لخدمة المتعاملين.

2- أهداف السوق:

---

[1]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، **سوق دبي المالي ش.م.ع خيارك الأمثل**، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

تسعى إدارة السوق وكذلك الدولة لتحقيق الأهداف الرئيسية التالية:[1]

أ- خلق سوق استثماري للأوراق المالية يحقق المصلحة للاقتصاد الوطني.

ب- تنظيم عملية بيع وشراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة والمحظورة.

ج- تحقيق أعلى درجات السيولة من خلال السماح لقوى العرض والطلب بالتفاعل الحر والعادل فيما بين المستثمرين.

د- تنظيم عملية انتقال ملكية الأوراق المالية من خلال إدارة الإيداع والتقاص والتسوية ونظمها الإلكترونية الحديثة التي تتولى العملية بسرعة واقتدار.

ه- ترسيخ قواعد السلوك المهني والانضباط بين الوسطاء وموظفي السوق بما يحقق أعلى مستويات الاستقامة وتوفير التدريب الملائم لهم.

و- تجميع البيانات والإحصائيات عن الأوراق المالية، وإعداد التقارير بناء على تلك البيانات والمعلومات.

3- قاعة التداول:

يعمل سوق دبي المالي اعتمادا على نظام تداول الكتروني يظهر البيانات أوتوماتيكيا على شاشات العرض، وقد اتجهت معظم الأسواق المالية العالمية مؤخرا إلى استخدام نظم تداول إلكترونية مماثلة وذلك بالنظر لمزايا الجهاز العديدة مقارنة بأنظمة التداول التقليدية من ناحية الشفافية والسيولة وعرض أسعار التداول.

كان سوق دبي المالي قد سعى بالتعاون مع أشهر الخبراء العاملين لتصميم يلبي متطلبات العدالة والشفافية والكفاءة للمستثمرين في دولة الإمارات العربية المتحدة ويتماشى وأهدافها الاقتصادية.

يقوم نظام التشغيل بالتوفيق بين أوامر الشراء وأوامر البيع التي يتلقاها، فبعد أن يعطي المستثمر أوامره للوسيط المعتمد، يقوم الأخير بإدخال الأوامر إلى نظام التداول الذي يقوم إلكترونيا بمطابقة أوامر البيع والشراء بالنسبة للورقة المالية المحددة بالكمية المطلوبة والسعر المعين، ويقوم الجهاز بعرض تفصيل أنشطة التداول الحديثة والسابقة مشتملة على الأسعار وكميات التداول وأوامر البيع والشراء قيد التنفيذ مما يضمن للمستثمر الحصول على المعلومات اللازمة والمواتية لاتخاذ قراراته الاستثمارية.

من أجل حماية فعالية وسلامة التداول في السوق يحرص سوق دبي المالي على الاضطلاع بمهماته الرقابية والإشرافية.

- حيث يتولى قسم رقابة السوق بمراقبة عمليات التداول والتأكد من تنفيذها على النحو الصحيح طبقا للوائح وأنظمة السوق.

- بينما يقوم قسم ترخيص ورقابة الوسطاء بالإشراف على تعاملات الوسطاء لتحقيق النزاهة التامة وتقديم أعلى مستويات الخدمة للعملاء.

- أما قسم إدراج ورقابة الشركات فتتجلى مهامه في ضمان تقديم كافة المعلومات المتوفرة عن الجهات المدرجة وأوراقها المالية لجميع المستثمرين في الوقت المناسب،

[1] - الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

كما يقوم بالتنسيق مع قسم المتابعة والتدقيق لمنع استغلال المعلومات الداخلية التي قد تكون متاحة في الشركات.[1]

1-3- جلسات التداول: تكون على النحو التالي:

جلسة ما قبل الافتتاح: من الساعة 09:00 صباحا – إلى الساعة 10:00 صباحا.

جلسة التداول: من الساعة 10:00 صباحا- إلى الساعة 02:00 ظهرا.

جلسة الإغلاق: الساعة 02:00 ظهرا.

2-3- مكاتب الوسطاء: يوفر سوق دبي المالي مكاتب خاصة للوسطاء المعتمدين في قاعة التداول في السوق، مزودة بأجهزة التداول وتسهيلات عديدة مثل أجهزة الهاتف والفاكس والبريد الإلكتروني والتي تمكنهم من الاتصال بعملائهم وإنجاز تعاملاتهم بسهولة وسرعة.

3-3- تسجيل مكالمات هواتف السوق: يتم تسجيل جميع المكالمات التي تتم عن طريق أجهزة الهاتف الخاصة بسوق دبي المالي، وذلك لضمان الرجوع إليها في حال المنازعات التي قد تنشأ بين الوسطاء وعملائهم أو أي أطراف أخرى في السوق.

4-3- خدمات قاعة التداول: تكون قاعة التداول مفتوحة للمستثمرين خلال أوقات العمل، وتتوفر بها خدمة شاشات العرض الكبيرة التي تعرض أحدث وأدق معلومات التداول، بالإضافة إلى صالة واسعة تتوسط قاعة التداول التي تحتوي على أجهزة حاسب آلي، يمكن للمستثمر من خلالها التعرف على معلومات وتفاصيل أسعار العرض والطلب قيد التنفيذ، وتتوفر في قاعة التداول الكتيبات والنشرات التعريفية بالسوق، كما يمكن للمستثمرين الاتصال بمكتب خدمات المستثمرين الذي من مهامه الإرشاد والتوعية وتوفير جميع المعلومات المتعلقة بالسوق.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي العام للسوق.

حققت شركة سوق دبي المالي انجازا مهما خلال سنة 2008، تمثل في اعتماد هيكل تنظيمي جديد ومتطور، يتماشى مع أفضل المستويات العالمية ويواكب الخطط الطموحة للشركة لمواجهة التحديات المستقبلية. وجاء اعتماد الهيكل الجديد من قبل مجلس إدارة شركة سوق دبي المالي بتاريخ: 2008/11/12 في إطار حرص سوق دبي المالي على مواصلة مبادرته التي بدأها منذ بدأ عملياته في مارس من عام 2000، والرامية إلى الارتقاء بالأداء واستباق التحديات وضمان الجاهزية الكاملة في مواجهة استحقاقات التطور والنمو.

يذكر أن الصيغة النهائية للهيكل التنظيمي الجديد كانت ثمرة لسلسة من النقاشات الداخلية والاستشارات التي تمت بالتعاون مع شركة عالمية متخصصة. وجاءت هذه الصيغة لتحتوي على العديد من الإضافات المهمة خاصة فيما يتعلق بأعلى الهرم المؤسسي بداية بالجمعية العمومية التي تمثل السلطة العليا بعد تحول السوق إلى شركة مساهمة عامة، والتي أوكلت لمجلس الإدارة مسؤولية إدارة الشركة بما يحقق العائد الأعلى للمساهمين

---

[1]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على: <www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

والمنفعة للمجتمع، إلى جانب الدور الرقابي للهيئة الشرعية ومدقق الحسابات الخارجي واللجان المنبثقة عن المجلس وأمين سر مجلس الإدارة، إضافة إلى إدارة التدقيق الداخلي والتميز المؤسسي ومركزية الشكاوي لدى الإدارة وعلاقتها مع لجنة التدقيق والرقابة الداخلية ولجنة رقابة السوق.

1- الدوائر المحدثة في الهيكل التنظيمي:

يشمل الهيكل التنظيمي الجديد 6 دوائر يندرج تحتها عدد من الإدارات والأقسام والوحدات التنظيمية، وهذه الدوائر الستة هي:[1]

1-1- دائرة الخدمات المؤسسية: والتي تعتني بالشؤون المالية والإدارية وشؤون الموظفين والشؤون القانونية التشغيلية وعلاقات مساهمي الشركة.

2-1- دائرة هيئة السوق: والتي تعتني بوضع السياسات والأنظمة التي تحكم عمل السوق وتتأكد من التزام الجهات المختلفة بقرارات السوق وأنظمته. كما تحكم هذه الدائرة بين الأطراف المتنازعة، وتعتني بالتدقيق على الوسطاء وإدارة المخاطر المالية والإستراتيجية والتشغيلية.

3-1- دائرة التقاص والتسوية والإيداع: والتي تعتني بمتابعة تنفيذ عمليات التداول في سوق دبي المالي وإتمام عمليات التسوية المالية المترتبة على تلك العمليات، وقد تم بموجب الهيكل الجديد إعادة توزيع عملياتها بما يحقق انسيابية ومرونة في العمل.

4-1- دائرة عمليات السوق: والتي تعتني بالدور الحيوي في مجال الرقابة على التداول لضمان تنفيذ الصفقات بكفاءة عالية وبصورة عادلة. وتتولى هذه الدائرة تطبيق أفضل المعايير والممارسات فيما يختص بالبنية التحتية التقنية ونظم التداول والمقاصة، ودراسة المشاريع التقنية وأمن المعلومات والعمليات المساندة والدعم الفني والتحقق من فعالية خطط الطوارئ المتعلقة بأداء النظم المستخدمة في السوق بما يضمن استمرارية الخدمة بكفاءة عالية.

5-1- دائرة تطوير المنتجات: والتي تعتني بالبحوث وإعداد التقارير الإحصائية الدورية، بالإضافة إلى اقتراح السياسات والإجراءات الخاصة بتطوير المنتجات مثل المشتقات والخدمات.

6-1- دائرة تطوير السوق: والتي تتولى الترويج لعلامة السوق التجارية، والعلاقات الإعلامية، والتواصل مع المتعاملين، وجذب الشركات لإدراج مختلف الأدوات المالية، إضافة إلى عضوية شركات الوساطة ومتابعة إفصاحها.

2- اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة:

بالإضافة إلى الدوائر الست يحتوي الهيكل الجديد لسوق دبي المالي على العديد من اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة، وتشمل لجنة الترشيح والمكافآت المسؤولة عن اقتراح سياسات شؤون الموظفين والمكافآت والتحقق من كفاءة المرشحين لمناصب الإدارة التنفيذية العليا، والترشيح لعضوية اللجان ومجلس الإدارة. كما تقترح لجنة رقابة السوق الأنظمة واللوائح والسياسات الخاصة بعمل السوق، في حين تتولى لجنة

---

[1]- مجلس الإدارة، التقرير السنوي 2008 ، **سوق دبي المالي**،[على الخط]، 2009، متاح على: <www.dfm.com>، تاريخ الإطلاع: 2009/12/21، ص: 13.

التدقيق مراجعة البيانات والقوائم المالية قبل الإفصاح عنها للتأكد من صحتها والتحقق من فعالية أنظمة الرقابة الداخلية واستقلالية مدقق الحسابات الخارجي، وأخيرا تتولى لجنة الاستثمار وضع سياسة الاستثمار ومراجعة استثمارات السوق لضمان توافقها مع السياسة المعتمدة في هذا الشأن.

حيث يمكن وصف اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة ومهامها واجتماعاتها كالتالي[1]:

2-1- لجنة الترشيح و المكافآت: وهي تهدف إلى مساندة مجلس الإدارة في تطبيق نظام حوكمة الشركات الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع فيما يخص المكافآت والمزايا الممنوحة للإدارة التنفيذية العليا والموظفين والسياسة القادرة على جذب وتحفيز والاحتفاظ بالكفاءات من الموظفين ومراجعة كفاءة المرشحين لعضوية مجلس الإدارة، وتتشكل اللجنة حاليا من السيد راشد الشامسي والسيد عبد الله الغرير والسيد ناصر الشعالي.

2-2- لجنة التدقيق: وهي تهدف إلى مساندة مجلس الإدارة في قيامه بمسؤولياته من خلال متابعة البيانات المالية للشركة وأنظمة الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر واستقلالية مدقق الحسابات الخارجي والتدقيق الداخلي، وتتشكل اللجنة حاليا من السيد محمد المرزوقي والسيد عبد الله الغرير والفاضلة عهود الرومي.

2-3- لجنة الاستثمار: وهي تهدف إلى إدارة المحفظة المالية للشركة من خلال الاستفادة من السيولة الفائضة في استثمارات تعود بالربح المجزي، بما يخدم الاقتصاد الوطني والمساهمين، ويضمن الحفاظ على القيمة الحقيقية للاستثمار وفق نسب المخاطرة المتوافقة مع سياسة الاستثمار المعتمدة، وتتشكل اللجنة حاليا من سعادة عيسى كاظم والسيد راشد الشامسي والسيد سعود باعلوي.

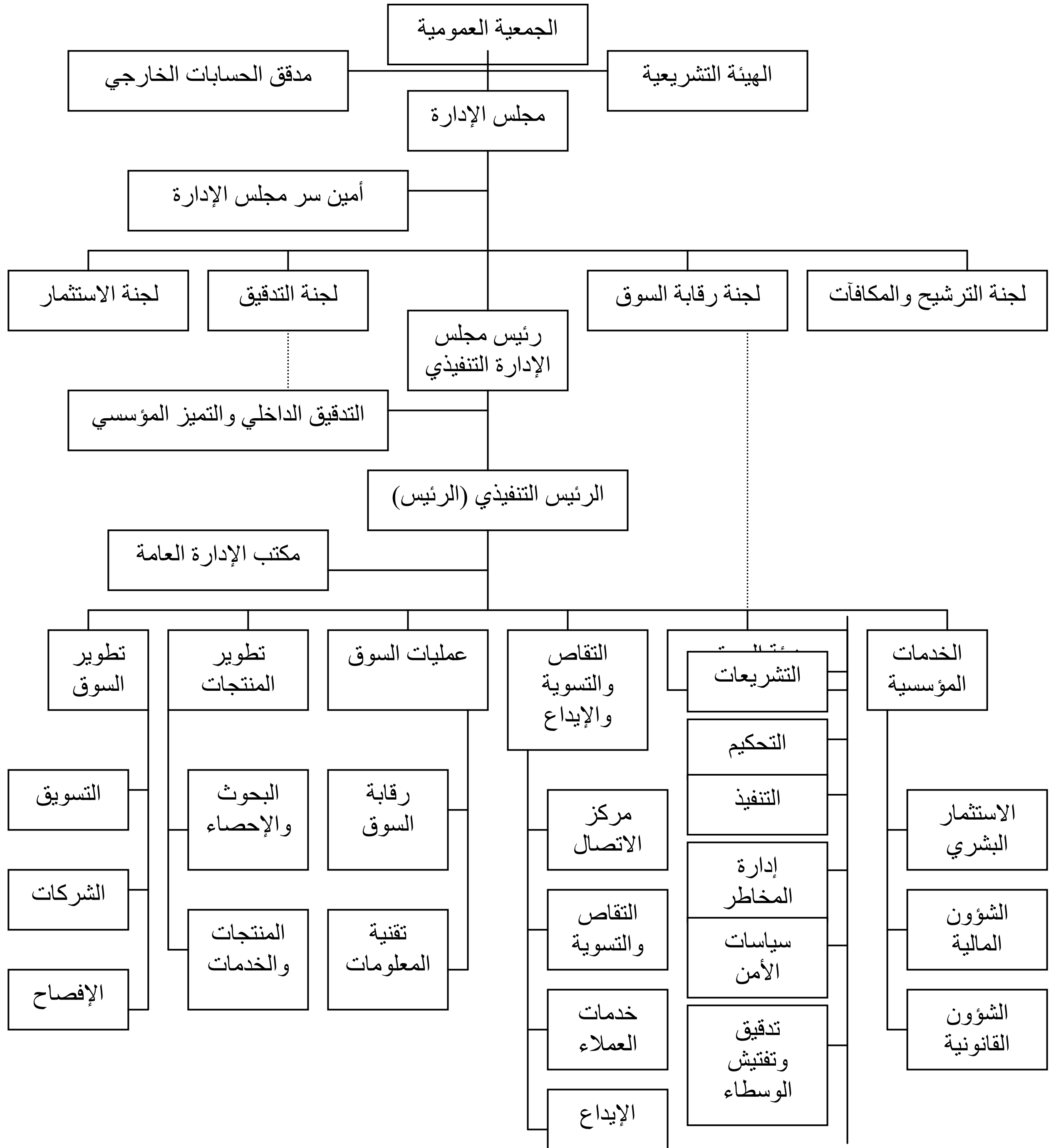
2-4- لجنة رقابة السوق: وهي تهدف إلى مساندة مجلس الإدارة في قيامه بمسؤولياته في الإشراف على السوق من خلال اعتماد اللوائح التنظيمية والتشريعات والسياسات المنظمة لعمل السوق وإدارة المخاطر والتحقق من التزام الشركات المدرجة وشركات الوساطة باللوائح التنظيمية، وفض النزاعات وإصدار العقوبات بشأنها، وتتألف اللجنة من الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين، وهي تتشكل حاليا من السيد راشد الشامسي والسيد محمد المرزوقي والسيد ناصر الشعالي.

يمكن تبيان الهيكل التنظيمي في الشكل الموالي:

---

[1]- مجلس الإدارة، التقرير السنوي 2008 ،مرجع سابق، [على الخط]، متاح على: <www.dfm.com>، تاريخ الإطلاع: 2009/12/21، ص:14.

الشكل 07: الهيكل التنظيمي العام لسوق دبي المالي



المصدر: - الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، **سوق دبي المالي ش.م.ع خيارك الأمثل،** [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

المطلب الثالث: عرض للناشطين في السوق.

كما هو الشأن في كل البورصات العالمية هناك عرض للأوراق المالية ويتمثل فيما تعرضه المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، وهناك طلب على الأوراق المالية

المتداولة في السوق، حيث يتم هذا التداول عن طريق الوسطاء الماليون الذين يمثلون الفئة الطالبة للاستثمار في هذه السوق.

1- الأوراق المالية المدرجة في سوق دبي المالي:

في سوق الأوراق المالية بدبي توجد 3 أنواع للأوراق المالية المتداولة فيها، وهي الأسهم حيث تمثل الجزء الأكبر من الأوراق المالية المتداولة، ولدينا السندات وكذلك الصكوك الإسلامية.

1-1- الأسهم المدرجة: عددها 66 سهم[*]، تنقسم إلى عدة قطاعات هي: قطاع البنوك، قطاع التأمين، قطاع الاستثمار والخدمات المالية، قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية، قطاع النقل، قطاع المواد، قطاع السلع الاستهلاكية، قطاع الاتصالات، وقطاع المرافق العامة).

1-1-1- قطاع البنوك: ينشط ضمن هذا القطاع 12 بنك ومصرف باختلاف سياساتها سواء كانت بنوك إسلامية أو غير متبعة للنهج الإسلامي، والمؤسسات المدرجة في هذا القطاع هي: (الإمارات دبي الوطني، بنك دبي التجاري، السلام سودان، أملاك للتمويل، بنك دبي الإسلامي، بنك المشرق، بيت التمويل الخليجي، تمويل، مصرف الإمارات الإسلامي، مصرف السلام –البحرين-، مصرف عجمان، بنك الإمارات للاستثمار).

1-1-2- قطاع الاستثمار والخدمات المالية: يحتوي هذا القطاع على 14 مؤسسة مساهمة في بورصة دبي منها ما هو محلي ومنها الأجنبية، وهذه الشركات هي: (شركة الفردوس القابضة (ش.م.ع)، الشركة المدينة للتمويل والاستثمار (ش.م.ك) مقفلة، شركة بيان للاستثمار، سوق دبي المالي (ش.م.ع)، دبي للاستثمار، اكتتاب القابضة، الخليجية للاستثمارات العامة، بيت الاستثمار العالمي-جلوبل-، الشركة الخليجية للاستثمار البترولي، الاستشارات المالية الدولية، المجموعة الدولية للاستثمار، الشركة الكويتية للتمويل والاستثمار، الوطنية الدولية القابضة، شعاع كابيتال).

1-1-3-قطاع التأمين: عدد المؤسسات المساهمة في سوق دبي المالي والتابعة لقطاع التأمين هي 13 مؤسسة، وهي : (شركة اللاينس للتامين (ش م ع)، دبي الإسلامية للتأمين، المشرق العربي للتأمين (ش.م.ع)، العربية للتأمين (أريج)، العربية الاسكندينافية للتأمين، شركة الصقر للتأمين، دار التكافل، دبي للتأمين، دبي الوطنية للتأمين، الوطنية للتأمينات العامة، عمان للتأمين، الإسلامية العربية للتأمين، تكافل الإمارات).

1-1-4- قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية: يندرج ضمن هذا القطاع 11 شركة تعمل في مجال العقارات والمشاريع الكبرى، ونذكر أسماء هذه الشركات: (العربية للصناعات الثقيلة، أرابتك القابضة(ش.م.ع)، شركة دبي للتطوير، شركة ديار للتطوير (ش.م.ع)، دريك أند سكل إنترناشيونال، إعمار العقارية، شركة المشروعات الكبرى العقارية (ش.م.ك.م)، شركة المزايا

---

[*] - السهم يمثل شركة، أي **66** شركة تطرح أسهمها للتداول في سوق دبي المالي.

القابضة، الشركة الوطنية العقارية، مجمعات الأسواق التجارية الكويتية، الاتحاد العقارية).

1-1-5- قطاع النقل: في هذا القطاع نجد 4 شركات، اقتصرت على الملاحة بنوعيها الجوية والبحرية، وهي: (شركة أجيليتي، العربية للطيران (ش.م.ع)، شركة أرامكس، الخليج للملاحة القابضة).

1-1-6- قطاع المواد: تندرج ضمن هذا القطاع أيضا 4 شركات مدرجة في سوق الأوراق المالية، والمواد يقصد بها المواد الأولية للصناعات، هذه الشركات هي: (شركة أسيكو للصناعات (ش.م.ك مقفلة)، الجزيرة للمنتجات الحديدية، شركة الإسمنت الوطنية، مجموعة الصناعات الوطنية القابضة).

1-1-7- قطاع السلع الاستهلاكية: توجد 5 مؤسسات مدرجة في سوق دبي المالي تنتمي لقطاع السلع الاستهلاكية وهي: (دبي للمرطبات، شركة غلفا للمياه المعدنية والصناعات التحويلية، جيما للمياه المعدنية، شركة الأغذية المتحدة، شركة كايبارا المتحدة للألبان).

1-1-8- قطاع الاتصالات: انظم تحت لواء هذا القطاع شركتين للاتصال هما: (الإمارات للاتصالات المتكاملة ، هيتس تيليكوم).

1-1-9-قطاع المرافق العمومية: في هذا القطاع توجد شركة واحدة مدرجة في سوق الأوراق المالية وهي: (الوطنية للتبريد).

1-2- صناديق الاستثمار:كما سبق تعريفه بأن صناديق الاستثمار هي عبارة عن مشتقات للأوراق المالية، وعليه فتوفرها في سوق دبي المالي يعبر عن تنوع في فرص الاستثمار بهذا السوق، ونلاحظ وجود 15 صندوق استثمار نشط بهذه السوق وهي: (صندوق المال للأسهم الإماراتية، صندوق الضمان للأسهم (تم استحقاقه)، صندوق الإمارات الرائد، صندوق إي أف جي هيرمس تيليكوم، صندوق مكاسب الإمارات للأسهم، صندوق إي أف جي هيرمس الشرق الأوسط وأفريقيا النامية، صندوق مينا من بنك دبي الوطني، صندوق الخليج المتوازن من بنك دبي الوطني، صندوق جيتواي للأسهم السعودية، صندوق البوابة العربية، صندوق جيتواي للأسهم الإماراتية، صندوق بنك أبو ظبي للعوائد في الإمارات، صندوق بنك أبو ظبي لتنمية الأموال، صندوق بنك أبو ظبي للاستثمار الإسلامي في الإمارات، صندوق بنك أبو ظبي لمتاجرة الأموال في الإمارات).

ملاحظة: نورد المعلومات المفصلة عن هذه الشركات في الملاحق التابعة لهذا البحث وهي من الملحق رقم (10) إلى الملحق رقم (19).

1-3- السندات المدرجة: هناك نوعين من السندات التي يتم تداولها وهي:

1-3-1- السندات الحكومية: منذ إنشاء السوق إلى يومنا هذا تم تداول السندات الموضحة في الجدول التالي:

جدول رقم 05: يوضح أنواع السندات التي تم تداولها في بورصة دبي

الرمز	اسم السند	تاريخ الإصدار	القيمة الاسمية	عدد السندات	نسبة الفائدة	تاريخ الكبون	تاريخ الاستحقاق
DUBAIBOND 08	سندات حكومة دبي	2003/05/29	25 000 .00	60 000	3.11	ماي 29 نوفمبر 29	2008/05/29
DUBAIFRN 0413	حكومة دبي	2008/04/23	500 000 .00	8 000	0.50	جويلية 23 نوفمبر 23	2013/04/23

DUBAIFXN 0413	سندات حكومة دبي	2008/05/15	500 000 .00	5 000	4.25	أكتوبر 23 أفريل 23	2013/04/23
EK-2006	سندات الإمارات (تم استحقاقها)	2001/07/11	100 000 .00	15 000	0.70	جانفي 11 جويلية 11	2006/07/11
EK-2013	الإمارات2013	2006/07/11	100 000 .00	18 365	0.65	جانفي 11 جويلية 11	2013/07/11

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالرجوع إلى موقع البورصة www.dfm.com

1-3-2- السندات التجارية: تم تداول سندين و هما:

الرمز	اسم السند	تاريخ الإصدار	القيمة الاسمية	عدد السندات	نسبة الفائدة	تاريخ الكوبون	تاريخ الاستحقاق
SHUAA-2007	سندات شعاع كابيتال 2007 (تم استحقاقه)	2004/06/03	10,000.00	2400	1.75	جوان 30 ديسمبر 30	2007/06/30
SLB10	سندات المشاركة العقارية	2005/04/01	10,000.00	5000	3.00	جوان 30 ديسمبر 31	2010/04/30

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالرجوع إلى موقع البورصة www.dfm.com

1-4- الصكوك الإسلامية المدرجة: هذا النوع من الصكوك لا يتم التعامل به في البورصات الغربية، فهو حكر على البورصات الإسلامية، وقد كانت بورصة دبي هي السباقة لطرح هذا النوع من الصكوك للتداول في جلساتها، وقد تم تداول هذه الأنواع من الصكوك:

جدول رقم 06: يوضح أنواع الصكوك الإسلامية التي تم تداولها

الرمز	اسم الصك	تاريخ الإصدار	القيمة الاسمية	عدد الصكوك	نسبة المرابحة	تاريخ صرف الأرباح	تاريخ الاستحقاق
AMLAKSK2010	صكوك أملاك	2005/07/18	100 000 .00	2 000	1.20	جانفي 18 جويلية 18	2010/07/18
DGSI09	صكوك دبي العالمية	2004/11/14	10 000 .00	100 000	0.45	ماي 29 نوفمبر 29	2009/11/14
DUBAIFRN1114	صكوك دبي دي أو إف	2009/11/03	2 500 000 000 .00	500000	3.70	فيفري 03 ماي 03	2010/11/03
DUBAIFXN1114	دبي دوف صكوك	2009/11/04	1.25	1000	6.40	فيفري 03 ماي 03	2014/11/03

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالرجوع إلى موقع البورصةwww.dfm.com

2- الوسطاء الماليون المعتمدون في سوق دبي المالي:

هذه الفئة من السوق تعمل كوسيط يؤدي مهامه بقاعة التداول، فهي تعمل على تنفيذ رغبات وأوامر المستثمرين (الطالبين أو الراغبين في تداول الأوراق المالية)، حيث تعتمدهم الهيئة المسيرة للسوق حتى تكون عملية التداول منظمة وبشكل رسمي، وقد تم اعتماد 99 وسيط من قبل هيئة السوق لممارسة عمل الوساطة في سوق دبي المالي.

عرضنا لمختلف جوانب سوق دبي المالي، يسمح لنا بتكوين فكرة حول هذا السوق والذي يعد من بين أكثر الأسواق الناشئة نشاطا، وذلك من خلال توفره على العديد من فرص الاستثمار المتاحة والتي تمكن المستثمر أو متخذ القرار من تنويع استثماراته واختيار البديل المناسب لتوظيف أمواله قصد تحقيق أكبر عائد ممكن، وهذا هو سبب اختيارنا لهذه السوق التي نرى بأنها سوف تحقق لنا نتائج موضوعية حول الدراسة المراد تطبيقها.

المبحث الثاني: مختلف التشريعات التي تفرضها الهيئة لتنظيم السوق.

في هذا المبحث نحاول تسليط الضوء على التشريعات التي وضعتها الهيئة لتنظيم السوق، سواء كان ذلك حول شروط الإدراج بالسوق، أو التشريعات الخاصة بالإفصاح الواجب تقديمه من طرف الشركات للمستثمرين في السوق، كل هذه التشريعات محاولة منها لحماية السوق من التلاعبات الممكن حصولها، وينتج عنه بالضرورة حماية المستثمر والاقتصاد في نفس الوقت.

عرض هذه التشريعات يمكننا من معرفة القوة القانونية للهيئة المنظمة للسوق، ومدى مسايرتها للتطورات الحاصلة على المستوى العالمي، إضافة إلى معرفة مستوى الإفصاح الإجباري الذي تفرضه الهيئة على الشركات ومدى توافقه مع المعايير الدولية.

لذلك سنقسم هذا المبحث إلى مطلبين هما:

- المطلب الأول: شروط الإدراج.
- المطلب الثاني: آليات الإفصاح.

المطلب الأول: شروط الإدراج.

كما هو معمول به في كل أسواق المال العالمية، فإن أي شركة تريد أن تدرج أوراقها المالية للتداول في السوق لابد أن توفي بالشروط المفروضة من قبل الهيئة التي تسير السوق المراد دخوله.

سوق دبي المالي شأنها شأن باقي أسواق المال العالمية، وضعت شروط يتوجب توفرها في الشركات التي تريد أن تطرح أوراق مالية للتداول بها، وهذه هي:

1- متطلبات إدراج أسهم شركات المساهمة العامة المؤسسة في الدولة:

يتوجب على جميع الشركات المساهمة العامة المؤسسة في الدولة التقدم بطلبات بشأن إدراج أسهمها في الأسواق المالية المرخصة في الدولة، من خلال الحصول على ترخيص هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع أولا، ومن ثم اختيار أحد الأسواق المالية المرخصة في الدولة والتقدم بطلب الإدراج لديه.[1]

2- شروط إدراج الشركات في السوق المالي:

تمر الشركة بمرحلتين، الأولى على مستوى هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع، والثانية على مستوى هيئة سوق دبي المالي.

2-1- الإدراج لدى هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع: يجب على الشركة التي تريد الدخول إلى السوق المالية أن تستوفي الشروط وبعدها تقدم مستنداتها للموافقة عليها.

2-1-1- التصنيف: تكون شروط إدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة العامة المؤسسة في الدولة للتداول في السوق وفق التصنيف التالي، على أن يقرن اسم الشركة المدرجة بفئة تصنيفها في كافة الأحوال:[2]

الفئة الأولى: ويشترط لتصنيف الشركة من هذه الفئة ما يلي:

أ- أن تكون الشركة مقيدة لدى وزارة الاقتصاد والتجارة.

---

[1]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

[2]- نفس المرجع.

ب- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين وقد صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات مقيد في جدول مدققي الحسابات المشتغلين ومخول بتدقيق حسابات الشركات المساهمة.

ج- ألا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن (25) خمس وعشرين مليون درهم أي ما يعادل (6.8 مليون دولار) أو (35%) من رأس المال المكتتب فيه أيهما أعلى.

د- أن تكون حقوق المساهمين بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة متساوية.

ه- ألا تقل حقوق المساهمين في الشركة عند تقديم طلب الإدراج عن رأس المال المدفوع.

و- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة.

ز- أن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.

ح- أي شروط أخرى يقررها مجلس إدارة الهيئة من حين لآخر.

الفئة الثانية: تصنف الشركة من هذه الفئة عندما لا يتوافر فيها شرط أو أكثر من الشروط المقررة في الفئة الأولى أو من الشروط الأخرى التي يقررها المجلس من حين لآخر.

يتم نقل الشركات من الفئة الثانية إلى الفئة الأولى عندما تتوافر لدى الشركة المنقولة شروط إدراج الفئة المنقولة إليها، كما يتم نقل الشركات من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية عند الإخلال بشروط إدراج فئتها الحالية وتوافر شروط إدراج الفئة المنقولة إليها .

للمجلس حق نقل أي شركة من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية في حال امتناع الشركة عن التقيد بأحكام الإفصاح والشفافية المعمول بها أو إخلال الشركة بتلك الأحكام.

2-1-2- الرسوم الخاصة بإدراج أسهم الشركات: حددت الرسوم كما يلي:[1]

أ- يبلغ رسم طلب الإدراج لدى الهيئة 2000 درهم (540 دولار) تدفع عند تقديم الطلب.

ب- يبلغ رسم قيد الشركة لدى الهيئة (25000) درهم أو (6800 دولار) كحد أدنى وإذا تجاوز رأسمال الشركة (50) مليون درهم (13.6 مليون دولار) يضاف إلى ما سبق 0.0001 من أية مبالغ تتجاوز ألـ (50) مليون درهم (13.6 مليون دولار) وبحد أقصى (100000) درهم (27000 دولار).

ج- يبلغ رسم تجديد قيد الشركة لدى الهيئة (5000) درهم أي ما يعادل (1300دولار) كحد أدنى، وإذا تجاوز رأسمال الشركة عند القيد أو التجديد

[1]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

(50) مليون درهم (13.6 مليون دولار) يضاف إلى ما سبق 0.0001 من أية مبالغ تتجاوز ألـ (50) مليون درهم (13.6 مليون دولار) ، وبحد أقصى (10000) درهم حوالي(27000 دولار).

2-1-3- شروط إدراج أوراق شركة أجنبية لدى الهيئة: تفرض الهيئة الشروط التالية:[1]

أ- تقديم طلب من الشركة طالبة الإدراج موقع من شخص أو جهة مخولة رسميا بالتوقيع نيابة عن الشركة.

ب- أن تكون الشركة المصدرة للأوراق مستوفية لجميع الأحكام الواردة في قانون بلد تأسيسها.

ج- أن تتخذ الشركة شكل شركة مساهمة عامة.

د- أن تكون الشركة مدرجة في سوق البلد الأم وأن تخضع تلك السوق لإشراف جهة أو هيئة تمارس اختصاصات شبيهة باختصاصات هيئة الأوراق المالية والسلع في الدولة.

هـ- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين، وقد صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات معتمد.

و- ألا يقل رأس مال الشركة عما يعادل (40) مليون درهم التي تعادل حوالي (1.09 مليون دولار) إماراتي وألا يقل عدد المساهمين المسجلين فيها عن (100) مساهم.

ز- أن يزيد صافي موجودات الشركة بما لا يقل عن 20% من رأسمالها المدفوع أو أن تكون قد حققت أرباحا صافية قابلة للتوزيع على المساهمين لا يقل متوسطها عن 5% من رأس المال المدفوع وذلك خلال السنتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الإدراج.

ي- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة.

س- ألا توجد للشركة أو لدى الدولة التي تتبعها بجنسيتها أية قيود مطلقة بشأن حظر انتقال ملكية الأسهم بين المتعاملين من غير مواطنيها وبيان القيود المحدودة إن وجدت.

ع- أن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية الصادرة في الدولة قبل السماح بتداول أسهمها في السوق بفترة لا تقل عن 10 أيام قبل موعد الإدراج.

ص- أن تعين الشركة ممثلا لها في دولة الإمارات العربية المتحدة يقوم بمهام تسجيل الأسهم وتوزيع الأرباح وتلقي وإصدار التقارير والوثائق ذات الصلة بعمل الشركة.

ك- أية شروط أخرى يقررها مجلس إدارة الهيئة من حين لآخر.

---

[1]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

2-1-4- المستندات المطلوبة: يشترط:[1]

أ- تقديم المستندات للهيئة باللغة العربية فقط.

ب- نموذج طلب الترخيص الخاص بالهيئة.

ج- عقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي وتعديلاتهما بما يتفق وأحكام قانون الشركات التجارية.

د- تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة يتضمن ما يلي:

- نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة وأغراضها الرئيسية وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء كانت الشركة الأم أو تابعة أو شقيقة أو حليفة.
- تحديد للأوراق المالية التي سبق للشركة إصدارها وتلك التي ترغب الشركة بإدراجها.
- أسماء جميع أعضاء مجلس الإدارة، والمدراء التنفيذيين مع بيان الأوراق المالية التي يملكها كل منهم وأقاربهم من الدرجة الأولى والمصدرة من قبل الشركة الأم أو التابعة أو الحليفة أو الشقيقة (إن وجد)، وعضوية أي منهم في مجالس إدارات الشركات المساهمة العامة الأخرى.
- قائمة بحاملي الأوراق المالية الذين يملكون مع أبنائهم القصر أو أي جهة أخرى تمتلك بالاشتراك مع أصولها أو فروعها 5% من الأوراق المالية للشركة.
- نسبة مساهمة غير المواطنين في رأسمال الشركة.
- بيان بالأحداث الهامة التي مرت بها الشركة من تاريخ تأسيسها وحتى تاريخ تقديم طلب الإدراج.
- تقييم مجلس الإدارة مدعما بالأرقام لأداء الشركة وإنجازاتها مقارنة بالخطة الموضوعة.
- رسالة توضح أن حقوق المساهمين –لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها – متساوية أو غير ذلك.

هـ- البيانات المالية للشركة مشتملة على ما يلي:

- التقرير السنوي للشركة للسنتين الماليتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الإدراج مشفوعا بتقرير كل من مجلس الإدارة ومدققي حسابات الشركة.
- البيانات المالية المرحلية التي تغطي الفترة الزمنية من نهاية السنة المالية السابقة لتقديم طلب الإدراج وحتى نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ ذلك الطلب على أن تكون معتمدة من مدقق حسابات الشركة.

[1]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

و- محاضر اجتماعات الجمعية العمومية للسنتين الماليتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الإدراج.

ز- تعهد بنشر البيانات المالية السنوية والمرحلية وملخص لتقارير مجلس إدارة الشركة ومراقبي الحسابات في الصحف اليومية قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.

2-1-4-1- مستندات خاصة بالشركات المحلية: يطلب من الشركات المحلية إضافة إلى ما سبق تقديم نسخة من شهادة قيد الشركات لدى وزارة الاقتصاد والتجارة أو رسالة من الوزارة تفيد بأن الشركة مستوفية لجميع الأحكام الواردة في القانون الاتحادي رقم (8) لسنة 1982 في شأن الشركات التجارية وتعديلاته.[1]

2-1-4-2- مستندات خاصة بالشركات الأجنبية: إضافة إلى المستندات السابقة يطلب من الشركات الأجنبية تقديم المستندات التالية:[2]

أ- شهادة إدراج الشركة في السوق المالي للبلد الأم وغيرها من الأسواق الأجنبية (إن وجدت).

ب- صورة الميزانية ونتائج أعمال الشركة المنشورة في إحدى وسائل النشر اليومية في دولة الإمارات العربية المتحدة ورسالة تعهد بنشر تلك المعلومات للمستثمرين قبل الإدراج.

ج- تعهد بعدم وجود قيود لدى الشركة أو لدى الدولة التي تتبعها الشركة بجنسيتها تحد من حرية انتقال ملكية الأسهم بين المتعاملين أو بيان القيود المفروضة على هذا التعامل.

د- بيان إجراءات انتقال ملكية السهم وما إذا كانت توجد قيود على هذا الانتقال لغير مواطني الدولة التي تتبعها الشركة بجنسيتها.

هـ- بيان ما إذا كان من الممكن استهلاك الأسهم مع بيان شروط ذلك.

و- وثائق تعيين ممثل الشركة في دولة الإمارات العربية المتحدة لتولي الأمور المتعلقة بتسجيل الأسهم وتوزيع الأرباح وتقديم التقارير للجهات المختصة وأية مسائل أخرى.

2-2- الإدراج لدى سوق دبي المالي: بعد قبول الملف أو الشركة من طرف هيئة الإمارات للأوراق المالية، تتوجه الشركة لإحدى البورصات أو الأسواق المالية التي تعتزم الدخول فيها، وكل سوق تفرض شروط ومستندات يجب توفرها، وفيما يخص سوق دبي المالي يجب على الشركة إتباع الخطوات التالية:

2-2-1- المستندات المطلوب إرفاقها بطلب إدراج أوراق الشركة لدى السوق: يجب إحضار:[3]

---

[1]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

[2]- نفس المرجع.

[3]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

أ- أسماء الأشخاص المتابعين لأمور الإدراج من الشركة أو رسالة تفويض للجهة المتابعة لأمور الإدراج في حالة تعيينه من خارج الشركة، مع ذكر تفاصيل الاتصال.
ب- النموذج الأصلي لطلب الإدراج لدى سوق دبي المالي.
ج- نسخة من شهادة ترخيص هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع لإدراج الأسهم.
د- نسخة من المستندات التي تم إرفاقها بطلب الإدراج لدى هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع.
هـ- نسخة من شهادة تأسيس الشركة.
و- نسخة من الرخصة التجارية أو ما يقوم مقامها.
ز- نسخة من السجل التجاري (إن وجد).
ح- قائمة بالمخولين بالتوقيع على المستندات والمراسلات الموجهة لسوق دبي المالي ونماذج تواقيعهم، وقرار مجلس الإدارة بتفويضهم.
ط- قائمة بالشركات الشقيقة والتابعة والحليفة بما في ذلك نسبة الملكية وأسماء المؤسسين.
ي- تفاصيل الاستثمارات في أي شركات مساهمة عامة أخرى في دولة الإمارات العربية المتحدة (لم تذكر في البند السابق) متضمنة نسبة الملكية.
ك- قائمة بفروع الشركة.
ل- القيود الموضوعة على تحويل الأسهم في الشركة.
م- نشرة الإصدار أو نشرة المعلومات.
ن- نسخ من جوازات السفر الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين.
س- شعار الشركة والبيانات المالية لآخر سنتين والمرحلية لأخر ربع على نسق إلكتروني. **ع-** رسالة لتحديد رمز التداول باللغة الإنجليزية بما لا يزيد عن 10 أحرف.
ف- اسم الشخص أو الجهة المفوضة عن إفصاحات الشركة وتفاصيل الاتصال بهم.
ص- أي مستندات أخرى، يرجى الإرفاق.

2-2-2- الشروط الإضافية الأخرى لإدراج الأوراق المالية لدى السوق:

بالإضافة إلى الشروط المذكورة أعلاه، يجب:[1]

أ- أن تلتزم الشركة المقدمة لطلب الإدراج بأية شروط تقرها هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع أو سوق دبي المالي، أو أية مستندات أو معلومات تقوم الهيئة أو السوق بطلبها.
ب- يلتزم جميع أعضاء مجلس إدارة ومدراء الشركة بالاشتراك والانفراد بتحمل المسئولية الكاملة عن صحة واكتمال المعلومات المقدمة للسوق.

---

[1]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

ج- لن يكون سوق دبي المالي مسؤولا عن صحة أية معلومات أو تصاريح أو آراء مقدمة للسوق أو مذكورة في نشرة الإصدار (نشرة المعلومات).
د- لن يؤخذ إدراج سوق دبي المالي لأسهم أي شركة، كدليل أو مؤشر على قوة وجدارة شركة المساهمة العامة أو أنشطتها التجارية أو أوراقها المالية.
هـ- يحتفظ مجلس إدارة سوق دبي المالي بمطلق الحرية في إعفاء شركة بعينها من بعض شروط الإدراج الخاصة به، أو المستندات المطلوبة.
ز- لسوق دبي المالي الحق في رفض طلب الإدراج دون تقديم أية مبررات.

2-2-3- متطلبات ما بعد الموافقة على طلب إدراج أوراق شركة لدى السوق: تفرض السوق على الشركات:[1]

أ- التنسيق مع إدارة الإيداع والتقاص والتسوية في سوق دبي المالي بما يخص تحويل سجل المساهمين وتسجيل الأسهم.

ب- نشر إعلان في صحيفتين يوميتين، واسعتي الانتشار تصدران في الدولة باللغة العربية عن آخر تقرير مالي وبيانات مرحلية وملخص تقرير مجلس الإدارة الذي قدم للإدراج لدى هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع، قبل عشرة أيام من إدراج الشركة في سوق دبي المالي، وفي حالة سماح الشركة للأجانب بتداول أسهمها فينبغي النشر في صحيفة تصدر باللغة الإنجليزية أيضا.

وتتضمن نشرة الإعلان العناصر التالية:

- ملخص تقرير مجلس الإدارة عن الشركة وأدائها.
- تقرير مراقبي الحسابات.
- البيانات المالية وتشمل:
  - الميزانية العمومية (مقارنة).
  - بيان الدخل (مقارنة).
  - بيان التدفقات النقدية (مقارنة).
  - التغير في حقوق المساهمين.
  - العائد على السهم.

ج- نشر إعلان للمساهمين بخصوص إدراج الشركة وإيداع شهادات الأسهم قبل عشرة أيام من إدراج الشركة في سوق دبي المالي مع الإعلان المذكور في البند السابق.

د- توزيع نشرات الإصدار أو المعلومات بين المستثمرين و الوسطاء.

2-2-4- الالتزامات المستمرة للشركة فيما بعد الإدراج لدى السوق: تفرض السوق شروط على الشركات حتى بعد قبول إدراجها في السوق وهي:[2]

أ- يجب أن تلتزم الشركة بجميع الأنظمة واللوائح المصدرة من هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع.

---

[1]- نفس المرجع السابق.

[2]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

ب- يجب أن تلتزم الشركة بجميع الأنظمة واللوائح المصدرة من سوق دبي المالي، ويجوز للشركة إخطار السوق، برسالة رسمية، بعدم مقدرتها الالتزام بحكم أو أكثر من أنظمة ولوائح سوق دبي المالي، وللسوق الحق في منح استثناءات بعد دراسة كل حالة على حدة.

ج- يجب أن تقدم الشركة لسوق دبي المالي، وتنشر في الصحف المحلية تقاريرها المالية السنوية المدققة خلال 120 يوما من انتهاء السنة المالية. كما يجب تقديم بيانات مالية نصف سنوية وربع سنوية مدققة من مدقق الحسابات الخارجي وتوفيرها للراغبين بالإطلاع عليها خلال 30 يوم من انتهاء تلك الفترة، ويجب أن يرفق تقرير مجلس الإدارة عن أنشطة الشركة للفترة المحددة بجميع التقارير المالية المقدمة.

د. يجب أن تلتزم الشركة بإبلاغ السوق والإفصاح فورا عن أي معلومة من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية للشركة، بالإضافة إلى أي تغيير في المعلومات المذكورة في طلب الإدراج لدى السوق، وأية قرارات تخص المستثمرين.

هـ- يجب أن تلتزم الشركة بأية شروط ولوائح تقرها هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع وسوق دبي المالي، وأية مستندات إضافية يتم طلبها.

و- الشركة المدرجة التي لا تتبع أنظمة ولوائح هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع و/أو سوق دبي المالي قد تتعرض للإيقاف من التداول أو إلغاء إدراجها.

3- شروط إدراج الوسطاء:

يحضا إدراج الوسطاء الماليون في سوق دبي المالي بعناية واهتمام كبيرين، كون أنهم حلقة الوصل بين المستثمرين والسوق، ويعتبرون كأداة تنظيمية في السوق، لذلك يطلب منهم الإجراءات التالية:

3-1- الترخيص لدى هيئة الأوراق المالية والسلع: يجب على الوسطاء جلب الترخيص من الهيئة أولا قبل التوجه إلى السوق.

3-1-1- شروط الحصول على ترخيص وساطة لدى هيئة الأوراق المالية والسلع: الشروط التي يجب توفرها هي:[1]

أ- أن يكون:

* شخصا اعتباريا مؤسسا داخل الدولة.
* متخذا أحد أشكال المنصوص عليها في القانون الاتحادي رقم (8) لسنة 1984 م بشأن الشركات التجارية.
* مملوكا بما لا يقل عن 51% من رأسماله لأشخاص طبيعيين أو اعتباريين متمتعين بجنسية الدولة.

ب- أن يقتصر نشاطه على أعمال الوساطة.

ج- ألا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن عشرون مليون درهم.

---

[1]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

د- أن يكون عقد الشركة مكتوبا باللغة العربية وموثقا أمام الجهات الرسمية.
هـ- ألا يكون أي من مديري الشركة أو الشركاء المفوضين بإدارتها أو ممثليها القائمين بأعمال الوساطة قد توقف عن دفع ديونه التجارية حتى لو لم يقترن ذلك بإشهار إفلاسه، أو يكون قد أشهر إفلاسه ولم يرد إليه اعتباره، أو يكون قد حكم عليه بعقوبة مقيدة للحرية في جريمة مخلة بالشرف والأمانة ولم يرد إليه اعتباره.
و- أن يكون مدير عملياته حاصلا على مؤهل فوق الثانوية مع خبرة علمية لا تقل عن سنتين في مجال الأعمال المالية أو المصرفية أو الاستثمار أو المحاسبة، وأن يوظف ما لا يقل عن أربعة ممثلين تتوافر فيهم الشروط التي يستلزمها النظام الخاص بعمل الوسطاء لدى الأسواق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة، بالإضافة إلى موظف لخدمة العملاء.
3-1-2- المستندات المطلوب إرفاقها بطلب قيد شركة الوساطة: كما يطلب من الوسطاء بعد استفاء الشروط السابقة جلب المستندات التالية:[1]
أ- عقد تأسيس شركة الوساطة مكتوبا باللغة العربية وموثقا أمام الجهات الرسمية.
ب- كفالة مصرفية لصالح المقاصة غير مشروطة ومتوجبة الدفع عند الطلب وصادرة عن أحد المصارف العاملة في الدولة.
ج- الشهادات العلمية وشهادات الخبرة العملية لمدير عمليات الوسيط موثقة حسب الأصول.
د- إقرار من مديري الشركة والشركاء المفوضين بإدارتها وممثليها القائمين بأعمال الوساطة بأنه لم يسبق لأي منهم:
- أن توقف عن دفع ديونه التجارية حتى ولو لم يقترن ذلك بإشهار إفلاسه.
- أن أشهر إفلاسه دون أن يرد إليه اعتباره.
- أن حكم عليه بعقوبة مقيدة للحرية في جريمة مخلة بالشرف والأمانة دون أن يرد إليه اعتباره.

هـ- بالنسبة لممثلي الوسيط:
- الشهادات العلمية والخبرة العملية لكل منهم.
- شهادة اجتياز الممثل للامتحان الذي تعده سوق الأوراق المالية التي يرغب بمزاولة نشاطه فيها، وتعتمده الهيئة.
- تعهد بتفرغ الممثل لمزاولة مهنة الوساطة.

و- تعهد بإخطار الهيئة والسوق فورا عن أية تغييرات تطرأ على المعلومات التي سبق إدراجها في طلب الترخيص.
ز- خطة شركة الوساطة في توطين المهنة في حال كون ممثليها من غير المتمتعين بجنسية الدولة.

---
[1]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

3-2- الترخيص لدى سوق دبي المالي: يعتبر ترخيص الوسطاء للتداول في سوق دبي المالي امتيازا وليس حقا، ومن ثم، يحتفظ السوق بحق رفض أو تعليق أو إلغاء الرخصة إذا ارتأى المجلس أن في ذلك خدمة للمصلحة العامة.

3-2-1- شروط الحصول على ترخيص لدى سوق دبي المالي: للحصول على الترخيص لا بد من:[1]

أ- الحصول على ترخيص هيئة الأوراق المالية والسلع لمزاولة مهنة الوساطة في دولة الإمارات العربية المتحدة.

ب- تقديم كفالة مصرفية لصالح مقاصة السوق بمبلغ لا يقل عن عشرون مليون درهم كحد أدنى، بحيث تكون صادرة عن أحد المصارف العاملة في الدولة غير مشروطة، وموجبة الدفع عند الطلب، ويزداد مقدار هذه الكفالة طردا مع زيادة حجم أعمال الوسيط وفقا لما يقرره مجلس إدارة السوق.

ج- تعيين مدير تعامل يوافق شروط الهيئة، وما لا يقل عن أربعة ممثلين تتوافر فيهم الشروط التي يستلزمها النظام الخاص بعمل الوسطاء لدى الأسواق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة، بالإضافة إلى موظف لخدمة العملاء.

3-2-2- المستندات المطلوب إرفاقها بطلب الترخيص: يطلب من الوسيط جلب المستندات التالية:[2]

أ- نسخة من ترخيص هيئة الأوراق المالية والسلع.

ب- نسخة من جميع المستندات المرفقة بطلب الترخيص المقدم لهيئة الأوراق المالية والسلع.

ج- التقرير السنوي المدقق للشركة للسنتين الماليتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الترخيص.

د- قائمة بأسماء الشركاء ونسبة الشراكة، وعدد الأسهم المملوكة من قبلهم في أي شركة تتعامل في الأوراق المالية.

هـ- قائمة بأسماء المفوضين بالتوقيع على المستندات الموجهة إلى السوق، ونماذج تواقيعهم.

و- قرار مجلس الإدارة بتفويض الموقعين بالتوقيع على المستندات الموجهة إلى السوق.

ز- تفاصيل الأحكام القضائية التي صدرت ضد الوسيط خلال الثلاث سنوات السابقة، أو لم يتم سدادها حتى تاريخه (إن وجدت).

ي- قائمة تحتوي على تفاصيل أنشطة التداول للوسيط، بما في ذلك متوسط عدد تداولات البيع والشراء في اليوم، ومتوسط القيمة الإجمالية اليومية للتداول (يتم توفيرها إذا ارتأى السوق ذلك).

3-2-3- متطلبات ما بعد الموافقة المبدئية على ترخيص وسيط لدى سوق دبي المالي: بعد الموافقة يطلب من الوسيط:[1]

---

[1]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

[2]- نفس المرجع السابق.

أ- تقديم ضمان بنكي ساري المفعول من أحد البنوك العاملة في الدولة بقيمة لا تقل عن عشرون مليون درهم.
ب- فتح حساب تسوية لدى بنك التسوية، ويستخدم هذا الحساب لتسوية الدفعات مع المقاصة.
ج- تسليم تفويض رسمي لإدارة السوق يخول به السوق إصدار تعليماته إلى بنك التسوية للسحب على المكشوف من حساب تسوية الوسيط وذلك في حالة إخلال الوسيط عن استيفاء التزاماته المالية تجاه السوق.
د- دفع رسوم العضوية والإيجار المستحق.
ه- قائمة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة (الشركاء)، وأرقام الهواتف والفاكس لكل واحد منهم، وأقربائهم من الدرجة الثانية*، مع بيان الأسهم التي يملكها كل منهم وأقربائه.
و- قائمة بأسماء الموظفين ومسمياتهم الوظيفية، وأقربائهم من الدرجة الثانية، مع بيان الأسهم التي يملكها كل منهم وأقربائه.
ز- صور شخصية لكل موظف مرشح للعمل لدى مكتب الوساطة في السوق.
ح- نسخة من نموذج فتح الحساب المستخدم من قبل الوسيط، واتفاقية إجراءات الدفع والتحصيل إلى (من) العملاء.

المطلب الثاني: آليات الإفصاح.

إن الآليات والإجراءات الخاصة بالإفصاح والمبينة هنا لاحقا هي مجرد توضيح لموضوع الإفصاح والذي تم تنظيمه في قانون الهيئة والأنظمة الصادرة بمقتضاه والتي تظل هي الإطار الأساسي الشامل لموضوع الإفصاح الذي يجب أن تلتزم به الشركات تجاه الهيئة والأسواق.
إذا كانت التشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية والهيئة والأسواق وأنظمة التداول الإلكترونية والتقاص والتسوية المطبقة في الأسواق هي بمثابة الجسد لسوق الأوراق المالية فإن **الإفصاح هو روح هذه السوق** وشرط ضروري لنجاحه.

1- دور الهيئة والأسواق في الإفصاح:

يتجلى دور الهيئة في أنها:[2]

[1]- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، **مرجع سابق**، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

* **ملاحظة**: أقرباء الدرجة الثانية هم: الجدان، الوالدان، الزوجة (الزوج)، الأبناء، الأخوة، الأخوات..

[2]- **هيئة الأوراق المالية والسلع**، [على الخط]، متاح على:< http://sca-mo1.sca.ae/Arabic>، تاريخ الإطلاع: 2010/01/05.

أ- تتولى متابعة التزام الشركات التي تم إدراج أوراقها المالية بالإفصاح عن الأمور والمعلومات الجوهرية والبيانات المالية ونشرها وتوقيت هذا النشر والتحقق من وضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها.
ب-تقوم بعد اتخاذ الإجراءات اللازمة بإحالة مخالفات الشركات التي تم إدراج أوراقها المالية لأحكام هذا النظام إلى الهيئة للبت فيها.
ج-تسهر على تنفيذ أحكام المادة (17) من النظام الخاص بالإفصاح والشفافية الصادرة في: 2008/04/08، والتي جاء نصها كالتالي: " يستمر إلزام الشركات المدرجة بالإفصاح إلى الهيئة إلى جانب السوق عن الأمور والمعلومات الجوهرية والبيانات المالية في الأحوال المحددة في قانون الهيئة والأنظمة والقرارات الصادرة بمقتضاه".

2- الإفصاح المتعلق بالشركات المساهمة العامة: ينقسم إلى ما يلي:
- الإفصاح السابق للإدراج .
- الإفصاح اللاحق للإدراج .

وهذا الإفصاح يكون متعلقا بـ:
الإفصاح للشركات المساهمة العامة المحلية، الإفصاح للشركات المساهمة العامة غير المحلية (شركات دول مجلس التعاون الخليجي والشركات العربية والشركات الأجنبية والتي يتم إدراجها بالأسواق المحلية).

2-1- الإفصاح السابق للإدراج: على الشركة المزمع إدراجها نشر كل من البيانات المالية السنوية للشركة والبيانات المالية المرحلية وملخص عن تقرير مجلس الإدارة المقدم لغايات الإدراج في صحيفتين يوميتين تصدران في الدولة باللغة العربية قبل إدراجها في السوق بعشرة أيام.
للإفصاح السابق للإدراج حالتين:[1]

- إذا كانت الشركة حديثة التأسيس تنشر ميزانية افتتاحية.
- إذا كانت شركة ناتجة من تحول شركة مساهمة خاصة أو ذات مسؤولية محدودة تنشر الميزانيات السابقة لسنتين ماضيتين قبل التحول بالإضافة إلى ميزانيتها الافتتاحية كشركة مساهمة عامة.

2-2- الإفصاح اللاحق للإدراج: يتضمن الإفصاح اللاحق للإدراج ما يلي:
- إفصاح عن البيانات المالية الدورية (الربع الأول، النصف سنوي، الربع الثالث، والنتائج المالية الأولية والنتائج المالية السنوية).
- إفصاح عن الأمور الجوهرية والأحداث الهامة.

2-2-1- الإفصاح عن البيانات المالية الأولية: تلتزم الجهات أو الشركات التي تم إدراج أوراقها المالية في السوق بإخطار وموافاة كل من الهيئة والسوق بما يلي:[2]

---

[1]- هيئة الأوراق المالية والسلع، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<http://sca-mo1.sca.ae/Arabic>، تاريخ الإطلاع: 2010/01/05.
[2]- نفس المرجع السابق.

أ- للجهات أو الشركات التي تم إدراج أوراقها المالية في السوق إخطار وموافاة كل من الهيئة والسوق بملخص الحسابات الختامية.
ب - بالبيانات المالية الأولية غير المدققة وغير المراجعة خلال خمسة وأربعين يوما من انتهاء السنة المالية موقعة من مجلس الإدارة أو من الشخص المخول بالتوقيع نيابة عنه.

نموذج البيانات المالية الأولية نجده في الملحق (13).

2-2-2- الإفصاح عن البيانات المالية الربع سنوية والسنوية: تلتزم الجهات أو الشركات التي تم إدراج أوراقها المالية في السوق بإخطار وموافاة كل من الهيئة والسوق بالتقارير التالية:[1]

أ- تقارير مالية مرحلية (ربع سنوية، نصف سنوية) مراجعة من مدقق حسابات الشركة الخارجي خلال خمسة وأربعين يوما من انتهاء الفترة الزمنية المحددة موقعة من مجلس الإدارة أو من الشخص المخول بالتوقيع نيابة عنه.

ب- تقارير مالية سنوية مدققة من مدقق حسابات الشركة الخارجي خلال تسعين يوما من انتهاء السنة المالية موقعة من مجلس الإدارة أو من الشخص المخول بالتوقيع نيابة عنه. ويشترط إعداد التقارير الواردة أعلاه وفقا لمعايير المحاسبة الدولية الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة الدولية، وذلك باللغتين العربية والإنجليزية وأن تتضمن تقريري مجلس الإدارة ومدقق الحسابات وقائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية وقائمة التغيرات في حقوق المساهمين والإيضاحات حول البيانات المالية.

أما عن محتويات التقارير المالية الدورية هي:
- الميزانية العمومية (قائمة المركز المالي).
- حساب الأرباح والخسائر (قائمة الدخل).
- قائمة التدفقات النقدية.
- بيان التغيرات في حقوق المساهمين.
- الإيضاحات حول البيانات المالية.
- تقرير مجلس الإدارة عن نتائج أعمال الشركة عن الفترة المالية المعدة عنها تلك القوائم.
- تقرير "مراجعة " من مدقق حسابات الشركة.

2-2-3- الإفصاح عن الأمور الجوهرية والأحداث الهامة: ويتعلق الأمر بكل القرارات الإستراتيجية أو تطورات جوهرية أو أحداث هامة تؤثر على أداء ونشاط وملكية واستمرار الشركة، ومن ثم يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على قيمة وحركة الورقة المالية في الأسواق.

من أمثلة الأمور الجوهرية والأحداث الهامة:[2]

---

[1]- نفس المرجع السابق.

[2]- هيئة الأوراق المالية والسلع، مرجع سابق، [على الخط]، متاح على:<http://sca-mo1.sca.ae/Arabic>، تاريخ الإطلاع: 2010/01/05.

أ- قرارات مجلس الإدارة المتعلقة بتوزيع الأرباح، وقرارات زيادة رأس المال عن طريق الاكتتاب العام أو الخاص أو توزيع الأسهم المجانية ...الخ.
ب- أي تغييرات في مجلس إدارة الشركة وإدارتها التنفيذية.
ج- قرارات مجلس الإدارة التي تتعلق بالتغييرات في أهداف الشركة وأسواقها وبالشروع في الاندماج مع شركة أخرى أو تتعلق بالتصفية الاختيارية.....الخ.
د- التغييرات الهامة التي تطرأ على موجودات الشركة أو هيكل رأس مال الشركة أو منتجات الشركة، أو التصنيف الائتماني للشركة أو الالتزامات المترتبة على الشركة سواء كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل....الخ.
ه- الصفقات الكبيرة التي تعقدها أو تلغيها الشركة.
و- العمليات ذات الطبيعية غير المتكررة و التي قد يكون لها أثر مادي على أرباح الشركة أو مركزها المالي.
ز- الكوارث و الحرائق و أثرها المتوقع على المركز المالي للشركة.
ي- توقف الشركة أو أحد فروعها أو مصانعها أو الشركات التابعة لها عن العمل.
س- تقارير التصنيف الائتماني التي تحصل عليها.
ع- أي دعاوى قضائية ترفعها الشركة المساهمة العامة على آخرين أو تلك التي رفعها الآخرين على الشركة أو على أي من أعضاء مجلس أدارتها أو الإدارة التنفيذية فيها.

3- الإجراءات عند ورود التقارير المالية الربع سنوية والسنوية خلال ساعات التداول:

"وتلتزم الجهات أو الشركات بالإفصاح عن التقارير المالية قبل ساعات التداول أو بعدها ". هذا ما تنص عليه الفقرة (7- ب) من المادة (36) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (3) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية.[1]

يتم الإفصاح قبل أو بعد جلسة التداول حتى ولو وردت البيانات المالية أثناء جلسة التداول، حيث يقوم السوق في هذه الحالة بنشر نموذج ملخص لأهم بنود البيانات المالية وذلك أثناء جلسة التداول.

في حال قيام الشركة بالإفصاح خلال الجلسة عن بياناتها المالية تقوم الشركة بإرفاق نموذج ملخص لأهم بنود البيانات المالية حيث يقوم السوق في هذه الحالة بنشر النموذج وذلك أثناء جلسة التداول على أن يتم نشر البيانات المالية الكاملة بعد جلسة التداول.

[1]- هيئة الأوراق المالية والسلع، مرجع سابق،[على الخط]، متاح على:<http://sca-mo1.sca.ae/Arabic>، تاريخ الإطلاع: 2010/01/05.

في حال قامت الشركة بالإفصاح خلال جلسة التداول عن تقاريرها المالية دون إرفاق ملخص النموذج المعتمد فيجب على السوق إيقاف التداول مؤقتا لتعميم هذه التقارير المالية.
في حال قامت الشركة بالإفصاح عن جزء من التقارير المالية فقط مثل تقرير مجلس الإدارة وكان هذا التقرير متضمنا لصافي ربح الشركة فيتم تعميمه مع إيقاف التداول مؤقتا ولا يتم الإيقاف مرة أخرى عند إرسال الشركة لباقي التقارير المالية.
أما إذا كان تقرير مجلس الإدارة لا يتضمن صافي ربح الشركة فيتم تعميمه دون إيقاف التداول ويتم الإيقاف عند الإفصاح عن التقارير المالية حال ورودها خلال جلسة التداول.[1]

بعد عرض مختلف التشريعات ومتطلبات الإفصاح التي تفرضها، نلاحظ أن التشريعات في حد ذاتها تنص وتلح بالضرورة القصوى لتوفير الإفصاحات اللازمة للمستثمرين وفي الأوقات المحددة والمناسبة كذلك، هذا كله يلعب دورا إيجابيا لنا في تحقيق دراسة ميدانية صادقة وهادفة على سوق دبي المالي.

المبحث الثالث: أزمة سوق دبي المالي الراهنة.

تعرض سوق دبي المالي لأزمة مالية في أواخر سنة 2009، حيث قيل عنها أنها هزة ارتدادية للأزمة المالية العالمية، كانت هذه الأزمة بمثابة صدمة للمستثمرين والحكام بإمارة دبي الذي سبق لهم وأن صرحوا بأن سوق دبي المالي قد تجاوز تداعيات الأزمة المالية العالمية.
سنحاول عرض الأحداث التي تعرضت لها سوق دبي المالي، وما هي الأسباب التي أدت لحدوث هذه الأزمة، كما نعرض تداعيات هذه الأزمة إقليميا وعلى منطقة الأورو.
يكون هذا من خلال عرض مفصل للأزمة وأسباب حدوثها وتداعياتها، وأراء الخبراء في أسباب الأزمة .
لهذا الغرض سنقسم المبحث إلى مطلبين هما:
- المطلب الأول: عرض جوانب أزمة سوق دبي المالي.
- المطلب الثاني: عرض أزمة شركة دبي العالمية.

المطلب الأول: عرض جوانب أزمة سوق دبي المالي.

كانت الأزمة المالية التي حدثت في سوق دبي المالي بمثابة الزلزال العنيف الذي هز استقرار الإمارة، حيث أن هذه الأزمة والأحداث المتسارعة التي واكبتها جعلت الإمارة في مأزق مالي أحدثته شركة دبي العالمية التي تعد من أكبر الشركات التي تجسد السياسات والمشاريع الكبرى للإمارة وهي ملك لحكومة دبي.

1- تعريف أزمة سوق دبي المالي:

هي أزمة شركة كبرى في دبي (دبي العالمية) تعمل في مجال العقارات في كل بلدان العالم تقريبا باستثمارات كبيرة جدا، ولذلك كانت تقترض مبالغ كبيرة وصلت في الفترة الأخيرة إلى نصف استثماراتها تقريبا، وهو كما أجمع المحللين اقتراض عشوائي لأنه لم يحسب شيئا في المستقبل. فجاءت الأزمة الاقتصادية العالمية فتأثرت تأثرا كبيرا لأنها تعمل باستثمارات خارجية، حيث تعثرت عن سداد القروض وزادت

[1]- نفس المرجع السابق.

الفوائد وزادت الحملة الإعلامية على ذلك الموضوع وطالت دبي كلها حتى انتشرت تلك المشكلة بعدما تأثرت البورصات في المنطقة وهرع المستثمرين الأجانب إلى الخارج بنقودهم، وازداد الوضع سوء مما يهدد اقتصاد المنطقة كلها وبالذات التي ترتبط باستثمارات في دبي مما أثر على العمالة والمديرين. خاصة بعد أن طغت أنباء طلب "دبي العالمية" من دائنيها تأخير دفع المستحقات على بعض ديونها، حتى 30 ماي 2010 في أقل تقدير، على حركة الأسواق العالمية يومي 25 و26 نوفمبر 2009 في الوقت الذي كانت أسواق المنطقة مقفلة بسبب عطلة عيد الأضحى.[1]

ففي نهاية عام 2008 قدرت ديون شركة دبي العالمية بحوالي 59 مليار دولار تشكل الجزء الأكبر من ديون الشركات التابعة لإمارة دبي ويستحق جزء هام من هذه الديون بدءا من نهاية عام 2009 ويمتد خلال السنوات القليلة القادمة. ولعل أهم استحقاق على دبي العالمية هو استحقاق الصكوك التي أصدرتها شركة نخيل، التابعة لدبي العالمية، بقيمة 3.5 مليار دولار وذلك في يوم 14 ديسمبر 2009، وهو ما أدى إلى مخاوف الدائنين من أن يكون ذلك مقدمة لمشاكل أخرى قد تعرقل قدرة دبي العالمية وشركات أخرى في خدمة ديونها خصوصا بعد موجة سابقة من التطمينات حول السداد في الوقت المحدد وأنه لن يكون هناك تأخير.

2- عوامل الهبوط في سوق دبي المالي:

هناك عدة عوامل لعبت دورا فعالا في تضخيم وتزايد الهبوط المالي في سوق دبي، من أهمها:[2]

أولا: الإعلان الرسمي من إمارة دبي نفسها، التي يظن البعض أنها غنية جدا من الناحية المالية، عن العجز في تسديد الديون المكدسة في مواعيدها، مما سبب الخلل المالي والانتقاص الاقتصادي، ونزول أسعار الأسهم بنسب مئوية متتالية غير معهودة فانفرط العقد البورصي وذابت أرباح الأسهم كالملح أو السكر في الماء، بل أكلت جزءا من رأس المال الأساسي، فأصيب البعض بالانهيار النفسي قبل الاقتصادي. وقد طلبت إمارة دبي المجازفة اقتصاديا دون رصيد اقتصادي استراتيجي مضمون، من دائني اثنتين من أكبر الشركات في الإمارة الموافقة على إرجاء سداد ديون بمليارات الدولارات، لمدة ستة أشهر إضافية، بعد استحقاق سدادها في ديسمبر2009، كخطوة أولى نحو إعادة الهيكلة.

ثانيا: المبالغ المالية الضخمة 130 مليار دولار، التي عجزت دبي عن الوفاء بتسديدها وعدم وجود موارد نفطية لدى الإمارة تفي بالقروض الواجبة السداد في مواعيد معينة.

ثالثا: المناخ المالي الدولي، في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية التي ألقت بظلالها الحزينة والكئيبة على القطاع المصرفي الرسمي في المصارف المركزية والبنوك في القطاع الخاص. ودبي جزء من الاقتصاد العالمي المستند إلى الوهم الاقتصادي

---

[1]- عبد الله زيد غالب ورحاب العتيبي، **أزمة الديون في دبي.. من هي دبي العالمية؟**، [على الخط]، السعودية، 2009، متاح على <http://argaam.com/Portal/Default.aspx>، تاريخ الإطلاع: 2009/01/10.

[2]- كمال إبراهيم علاونه، **أزمة ديون إمارة دبي 2009الأسباب والتداعيات والحلول**، دنيا الرأي، [على الخط]، 2009، ديسمبر، متاح على:< http://pulpit.alwatanvoice.com/content-182427.html >، تاريخ الإطلاع: 2010/02/10.

الذي سرعان ما بدت سوأته حتى يرمي بجسده على الأرض، ولا يقدر أن يغطي عورته الاقتصادية وتبخرت الآمال في الهواء الطلق دون فائدة ترتجى.

رابعا: الترويج الإعلامي الكبير عبر الفضائيات التلفزيونية والانترنيت السريع الذي ضخم الأزمة المالية، وجعلها حديث الناس في البيوت والنوادي والمؤسسات والشوارع والمقاهي والجامعات في معظم العواصم والمدن العالمية ذات البورصات المالية الضخمة.

خامسا: عدم وجود البدائل لإمارة دبي، فدبي قائمة على الاستثمار الخدمي والسياحي، ولا يوجد أجنحة اقتصادية موازية يمكن أن تعدل الوضع وتؤكد على التوازن الاقتصادي داخل إمارة دبي.

سادسا: تذبذب قيمة الدولار الأمريكي في الأسواق العالمية مما ساهم في زيادة هموم وغموم الأسواق المالية العالمية كافة.

3- تداعيات أزمة سوق دبي المالي:

بدأت تداعيات أزمة ديون دبي تظهر تباعا داخل الإمارات العربية المتحدة وخارجها.

3-1- تداعيات أزمة دبي على المستوى الإقليمي: أما عن التداعيات المنتظرة على المستوى الإقليمي، فإن الأكثر تضررا من تطورات أزمة دبي هي الاقتصاديات غير النفطية والتي اعتمدت في السنوات الأخيرة على تدفق استثماري خليجي، أكثره عبر دبي، مثل المغرب وتونس ومصر والأردن وربما لبنان وسوريا أيضا.

ويمكن الإشارة، كما تقول "بي بي سي"، في هذا الصدد، إلى استثمارات بالمليارات لشركتين فقط من دبي في القطاع العقاري المصري هما اعمار وداماك، حيث تأثرت تلك الاستثمارات سلبا بالفعل منذ بداية الأزمة، وتبدو الآن مهددة تماما بالاختفاء.

كذلك شكلت استثمارات الصناديق التي تتخذ من دبي مقرا لها قدرا معقولا من تعاملات البورصة المصرية وهذا ما جعلها أكثر البورصات تأثرا بأحداث دبي، أما بورصة عمان في الأردن، فاغلب الاستثمارات الخارجية فيها خليجية، وهي الآن مهددة بالانسحاب من السوق، أما المشروعات العقارية والسياحية، الممولة باستثمارات مصدرها دبي، في تونس والمغرب فمصيرها الآن محل جدل كبير.

ولا يقتصر الأمر على الاستثمارات، بل كذلك على العمالة من تلك البلدان غير النفطية في الخليج، خاصة من يعملون في مجالات مرتبطة بالاستثمار والنشاط المالي والخدمات المعاونة له.

أما عن اقتصاديات الخليج النفطية فقد يصعب على أي مراقب، كما تقول هيئة الإذاعة البريطانية، تحديد حجم الإنقاذ الحكومي في دول الخليج أو مدى تأثيره، فاغلبه من الأسر الحاكمة لشركات عائلية أو مستثمرين أفراد مرتبطين بالسلطات، وإذا كان ذلك يطمئن المستثمرين الأجانب والشركات الحاصلة على العقود بان

أرباحهم مضمونة، فان أحداث دبي تعد مؤشرا على أن هذا الاطمئنان ليس مضمونا الآن.[1]

3-2- أثر محدود على منطقة أوروبا: أما عن أثر أزمة دبي على أوروبا، فقد ذكر مسئولون أوروبيون إن حكومات منطقة الأورو تعتقد أنه سيكون لأزمة ديون دبي تأثير طفيف على النمو الاقتصادي والبنوك بالمنطقة التي تضم 16 دولة.

وقال "جان كلود يونكر" رئيس مجلس وزراء مالية منطقة الأورو في اجتماع ببروكسل إنه يعتقد أن انكشاف المؤسسات المصرفية الأوروبية لأزمة دبي سيكون محدودا جدا.

كما أشارت وزيرة المالية الفرنسية "كرستين لاغارد" إلى أن تداعيات الأزمة ستكون محلية وأنه لن تكون لها عواقب خطرة على الاقتصاد العالمي.

من جانبه قال وزير المالية السويدي "أندرس بورج" إن انكشاف البنوك الأوروبية "يبدو معقولا حتى الآن".

كما أشار وزير المالية الفنلندي "يركي كاتاينان" إلى أنه لم يلاحظ حتى الآن مخاطر شديدة قادمة من دبي لمنطقة الأورو. وأضاف "لكن من المثير للقلق بشدة أنه لا تزال هناك مناطق أو دول مثل دبي يمكن أن تشكل خطر على اقتصادياتنا، فالأجواء لا تزال ضعيفة والنمو لم يقف بعد على طريق قوي بما يكفي".

وقال وزير المالية الألماني "فولفغانغ شويبله" إن الأزمة العالمية التي بدأت في 2007 لم تنته بعد.[2]

بعد العرض العام للأزمة التي حلت بسوق دبي المالي، التي كانت نتيجة لأزمة مالية وقعت فيها إحدى أعظم الشركات بدبي وهي شركة دبي العالمية، حيث نأتي لعرض مفصل لما حدث مع هذه الشركة حتى حدثت هذه الأزمة.

المطلب الثاني: عرض أزمة شركة دبي العالمية.

لفهم أكبر لما حدث في سوق دبي المالي، لا بد من معرفة الأسباب التي أدت لحدوث الأزمة بشركة دبي العالمية، كذلك توضيح السبب الرئيسي الذي أدى لحدوث هذه الأزمة وهو عملية إعادة هيكلة ديون دبي العالمية وطلبها لتأجيل تسديد الأقساط المستحق من ديونها في 2009/12/14 إلى غاية 2010/05/30.

1- تعريف بشركة دبي العالمية:

تعد شركة "دبي العالمية"، المملوكة من قبل حكومة دبي بالكامل، واحدة من ثلاث شركات كبرى في دبي وتشمل أنشطتها العديد من المجالات داخل إمارة دبي وخارجها. وتعد بالإضافة إلى شركتين عملاقتين أخريين وهما "دبي القابضة" و "مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية" أكبر ثلاث شركات تتبع للحكومة، ويتمثل

---

[1]- عصام زيدان، **إلى أين تتجه أزمة دبي العالمية؟**، رسالة الإسلام،[على الخط]،2009، ديسمبر، متاح على: <http://www.islammessage.com/articles.aspx?cid=1&acid=123&aid=13170>، تاريخ الإطلاع: 2010/01/10.

[2]- عصام زيدان، مرجع سابق، متاح على: <http://www.islammessage.com/articles.aspx?cid=1&acid=123&aid=13170>، تاريخ الإطلاع: 2010/01/10.

امتداد أعمال شركة دبي العالمية في كافة أصقاع الأرض بشعارها الذي يقول "الشمس لا تغيب أبدا عن دبي العالمية".
تمتلك دبي العالمية العديد من الشركات التابعة الكبيرة مثل شركة "نخيل"، أكبر شركة تطوير عقاري في دبي ، و"ليمتلس limetelless "، كما تمتلك الحصة الأكبر في شركة "موانئ دبي العالمية" التي تدير 49 محطة في مناطق عديدة في العالم، وتمثل شركة "استثمار" الذراع الاستثماري للشركة والتي تدير أصولا تقدر قيمتها بحوالي 36 مليار درهم أي ما يعادل 9.8 مليار دولار (قبل الأزمة) في مختلف أنحاء العالم أهمها حصة في بنك ستاندر تشارترد البريطاني. وتمتلك دبي العالمية أيضا شركة المناطق الاقتصادية والتي يتبع لها منطقة جبل علي الحرة (جافزا) والتي تعد واحدة من أكبر المناطق الحرة في العالم هذا فضلا عن العديد من المناطق الحرة الناشئة، كما تمتلك دبي العالمية عددا من الشركات الأقل أهمية مثل مدينة دبي الملاحية والأحواض الجافة وليجر كورب.
لقد قامت الشركات التابعة لدبي العالمية بالاقتراض المكثف خلال السنوات الخمس الماضية لتمويل توسعات محمومة وبناء مشاريع ضخمة فنخيل التي تعتبر الذراع العقاري الأهم للشركة طورت العديد من المشاريع من بينها جزر النخلات الثلاث ومشروع العالم فضلا عن عدد من المشاريع الأصغر حجما مثل المدينة العالمية ومول ابن بطوطة ومشروع الحدائق. ومنذ الأزمة الاقتصادية ألغت شركة نخيل عددا من المشاريع الطموحة مثل حدائق الجميرة وبرج دبي كما قلصت الأعمال بشكل واسع في نخلتي جبل علي وديرة والواجهة البحرية.
أما موانئ دبي فقد قامت بعمليات استحواذ كبيرة جعلت من الشركة واحدة من أكبر مشغلي الموانئ في العالم، فيما دخلت ليمتلس في العديد من المشاريع في دبي وحول العالم غير أن أيا من مشاريعها لم ير النور بعد مثل مشروع القناة المائية ومشروع جبل على داون تاون ومشروع الوصل بالسعودية في ضواحي مدينة الرياض.
وتتركز مشاكل دبي العالمية بشكل خاص في شركة نخيل وفي استثمارات خارجية كبيرة قامت بها دبي العالمية (مثل الاستثمار في لاس فيجاس) لم يحالفها التوفيق، فيما تحقق موانئ دبي والمناطق الاقتصادية (جبل علي الحرة) تدفقات نقدية كافية لخدمة الديون وهو الشيء الذي أدى إلى مسارعة موانئ دبي للإعلان أنها ليست طرفا في عملية طلب تأخير موعد السداد لدائني دبي العالمية.[1]

2- دور شركة دبي العالمية في اقتصاد دبي:

تتولى "دبي العالمية" مهمة تحقيق سمعة ومكانة عالميتين لإمارة دبي في مجال الاستثمارات العالمية، وكشركة قابضة فإنها تشرف على تشغيل نطاق متنوع من الصناعات وتلعب دورا محوريا في النمو الاقتصادي السريع الذي تشهده الإمارة، ويتمثل هدفها الرئيسي في أن تصبح محركا للنمو يسهم في دفع عجلة التطوير على المستويين المحلي والعالمي.

[1]- عبد الله زيد غالب ورحاب العتيبي، مرجع سابق، [على الخط]،متاح على <http://argaam.com/Portal/Default.aspx>، تاريخ الإطلاع: 2009/01/10.

تشمل استثمارات دبي العالمية أربعة مجالات إستراتيجية للنمو في عالم التجارة للقرن الحادي والعشرين، ألا وهي النقل والخدمات اللوجستية، والأحواض الجافة والخدمات الملاحية، والتطوير الحضري، والاستثمار والخدمات المالية.

ترتكز استراتيجية أعمال" دبي العالمية"على قوة دافعة قوامها توليفة من عمليات الاستحواذ الواقعية والاستثمارات التي تدل على رؤية ثاقبة، وهي مصممة على تحقيق نتائج ملموسة وقابلة للقياس لأعمال دبي العالمية ولشركائها، وباعتبارها إحدى أكبر شركات العالم، تنتهج دبي العالمية سياسة الالتزام بممارسات العمل التي تنسجم مع أهداف الشركة في المحافظة على البيئة والمسؤولية الاجتماعية، وبفضل قيادة قوية تتمتع برؤية صائبة، كانت أفكارها تتصف دوما بالابتكار والطموح وتلبية احتياجات التطوير المستدام، وتؤمن "دبي العالمية" بأن نجاح الشركة يقوم على مبدأ تكافل جميع الأفراد والعاملين فيها.

ويظهر التزام دبي العالمية بالمسؤولية الاجتماعية جليا في ما تقوم به من حملات اجتماعية متنوعة في مجال التعليم والرعاية الصحية والبيئة ورفاهية الموظفين والمجتمع الذي تحل فيه[1].

3- أسباب أزمة شركة دبي العالمية:

يرجع مختصون ومراقبون اقتصاديون أسباب أزمة ديون مجموعة دبي العالمية إلى سوء سياسة الاقتراض والتوسع غير المدروس في استثمارات بأموال الغير، ويتحدثون عن انعكاس سلبي متوقع لهذه الأزمة على مختلف القطاعات الاقتصادية في منطقة الخليج برمتها.

كانت شرارة الأزمة -التي تمر بها مجموعة دبي العالمية المملوكة بالكامل للحكومة- قد اندلعت عندما طلبت حكومة دبي من حاملي صكوك أصدرتها شركة "نخيل" العقارية تأجيل استحقاق هذه الصكوك البالغة قيمتها 3.5 مليارات دولار لمدة ستة شهور.

أعلنت مجموعة دبي لاحقا أن كلا من "نخيل" و"ليمتلس" العقاريتين ستخضعان لإعادة الهيكلة، وستطلبان إعادة جدولة ديونهما البالغة 26 مليار دولار.

وقال المدير العام لمركز الجمان للاستشارات المالية في الكويت ناصر النفيسي إن دبي أنجزت في عشرين عاما ما كان يجب أن يتم في مائة سنة، وهذا جيد لكن فيه مخاطرة تدفع ثمنها اليوم.

وأضاف في حديث للجزيرة نت بتاريخ: 2009/12/09 أن "أزمة ديون دبي كانت متوقعة بقوة منذ أكثر من سنة، وثمة الكثير من الإشارات التي مهدت لحدوثها، لكن أنظارا كانت تتجه إلى إمارة أبو ظبي المجاورة التي كان يسود الاعتقاد بأنها ستساعد جارتها، خاصة بعد أن ضخت عشرة مليارات دولار عبر السندات التي أصدرتها حكومة دبي مؤخرا".

بحسب النفيسي فإن "عدم تدخل أبو ظبي هو الذي أدى إلى إعلان تعثر شركة نخيل العقارية"، مشيرا إلى أن هذه ربما تكون بداية تعثرات كبرى قادمة في دبي.

---

[1]- عبد الله زيد غالب ورحاب العتيبي، مرجع سابق، [على الخط]،متاح على <http://argaam.com/Portal/Default.aspx>، تاريخ الإطلاع: 2009/01/10.

كما أرجع السبب في نشوب هذه الأزمة والتعثر في سداد القروض إلى سياسة الاقتراض التي وصفها بأنها "كانت خاطئة"، حيث كانت دبي تستثمر وتتوسع خارجيا بأموال الغير.

يتفق مع النفيسي الكاتب والمحلل الاقتصادي السعودي طارق الماضي الذي قال للجزيرة نت بتاريخ: 2009/12/16 إن سياسة الاقتراض الخاطئة التي انتهجتها دبي هي التي أدت إلى الأزمة التي تعيشها اليوم، مؤكدا أن هذه الأزمة لن تؤثر سلبا على دبي وحدها وإنما على منطقة الخليج برمتها.[1]

4- عملية إعادة الهيكلة:

أعلنت حكومة دبي ممثلة باللجنة العليا للسياسات المالية، عن تخويل صندوق دبي للدعم المالي ("صندوق الدعم") ترأس عملية إعادة هيكلة مجموعة دبي العالمية وذلك بشكل فوري.

بدأت العملية بتعيين السيد "آيدان بيركيت"، الشريك الإداري في قسم تمويل المؤسسات في شركة ديلويت كرئيس لإعادة الهيكلة في دبي العالمية وفقا لقرار من صندوق الدعم. وسيعمل رئيس إعادة الهيكلة مع فريق الإدارة التنفيذي في المجموعة على الإشراف على عملية إعادة الهيكلة وضمان استمرار عمليات دبي العالمية التشغيلية.

تمتلك مجموعة دبي العالمية محفظة من الشركات ذات الأهمية الإستراتيجية، وستهدف عملية إعادة الهيكلة إلى معالجة التزامات الديون الحالية للمجموعة وتحسين كفاءة الأعمال في المستقبل إلى المستوى الأمثل.

سيقوم صندوق الدعم بالعمل مع رئيس إعادة الهيكلة بتقييم وتقدير حجم عملية إعادة الهيكلة اللازمة.كخطوة أولى، قامت دبي العالمية بالطلب من جميع موفري التمويل للمجموعة ولشركة نخيل تجميد مطالباتهم وتمديد مواعيد الاستحقاق حتى 30 ماي 2010 كأدنى مدى.

كما أوضحت اللجنة بأن الإعلان الذي صدر في وقت سابق من قبل دائرة المالية في حكومة دبي وتحت إدارة صندوق الدعم عن إصدار حكومة دبي للسندات بقيمة 5 مليار دولار غير مرتبط بعملية إعادة هيكلة دبي العالمية وهو يخص أنشطة صندوق الدعم العامة[2].

لقد لاحظنا بأنه بمجرد إعلان شركة دبي العالمية على طلبها تأجيل إعادة هيكلة ديونها وطلبها تأجيل تسديد الأقساط المستحقة في ديسمبر 2009 إلى غاية ماي 2010، حدثت ردت فعل عنيفة في سوق دبي المالي الذي انهار وتكبد المستثمرون في هذه السوق الكثير من الخسائر، إضافة إلى فقدانهم للثقة التي كانوا يكنونها لسوق دبي المالي.

المبحث الرابع: الدراسة التطبيقية "تأثير الإفصاح على قرارات المستثمرين في سوق دبي المالي (على ضوء الأزمة)".

---

[1]- وزارة الإعلام للإمارات العربية المتحدة، قطاع الأخبار والبرامج السياسية، **أزمة دبي ..الأسباب والتداعيات والإنعكاسات**، [على الخط]،متاح على <http://www.news.gov.kw/>، تاريخ الإطلاع: 2009/01/25.

[2]- عيون دبي، **حكومة دبي تعلن عن إعادة هيكلة دبي العالمية**، [على الخط]، متاح على: <http://www.eyeofdubai.com/v1/arabic/news/newsdetail-29346.htm>، تاريخ الإطلاع: 2009/01/25.

بعد عرضنا لما تعرض له سوق دبي المالي من مشاكل مالية وهبوط سريع لمؤشراته، نحاول تشخيص علاقة الإفصاح بالأزمة الحادثة، وما هو الدور الذي لعبه الإفصاح فيها.
محاولين في ذلك التعرف على: أثر الإفصاح على القرارات الاستثمارية في السوق المالي، وهل كان للإفصاح دور في حدوث الأزمة في سوق دبي المالي؟ وهل هناك إفصاح كافي في سوق دبي المالي؟
قسم هذا المبحث إلى المطالب التالية:
- المطلب الأول: أثر الإفصاح على قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية.
- المطلب الثاني: نتائج إفصاح شركة دبي العالمية عن طلب تأجيل ديونها.
- المطلب الثالث: دور الإفصاح في حدوث الأزمة.
- المطلب الرابع: درجة الإفصاح في سوق دبي المالي.

المطلب الأول: أثر الإفصاح على قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية:

يتفق الكتاب والباحثين بأن هناك تأثير مباشر وصريح للمعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين – الحاليين والمرتقبين – في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو قرار التخلص منها أو الدخول في استثمارات جديدة، أو من جانب تأثيرها على الأسعار أو العائد على الأسهم أم من جانب تأثيرها على حجم التداول وتنشيط حركة سوق الأوراق المالية أو غير ذلك.
بجانب ذلك فقد أشار كل من Jones ,Selva, Capstaff بأن المعلومات الموجودة في التقارير والقوائم المالية هي من أهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها لقياس حجم المخاطر بأنواعها المختلفة- مثل مخاطر معدل الفائدة، مخاطر السوق، مخاطر السيولة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر الإدارة، مخاطر الأعمال- والتنبؤ بها.
بالإضافة إلى ذلك، فإن مدخل التحليل الأساسي لتحليل القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية يعتمد على فرض رئيسي مؤداه أن لكل ورقة مالية من الأوراق المتداولة في السوق، قيمة حقيقية يمكن الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المحاسبية المتاحة عن الوحدة الاقتصادية مثل العائد المحاسبي ومعدل التوزيعات ومعدل النمو وبعض النسب المحاسبية.
كما أن أثر المعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية له شقان:
الأول: الدور التيسيري وذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار.
الثاني: الدور التأثيري على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين الخواطر والعوائد، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان.
لذا فإنه يمكن الإشارة إلى بعض الملاحظات وهي:
أ- إن معظم الدراسات السابقة اهتمت بمكونات المعلومات المحاسبية مثل الإعلان عن توزيعات الأرباح ومقاييس الربحية ومقاييس التدفقات النقدية ومقاييس السيولة والمخاطر المالية وعلاقتها بالمتغيرات المختلفة لسوق الأوراق المالية مثل حجم التداول أو العائد المتوقع على الأوراق المالية أو أسعار الأوراق المالية.
ب- أن دور المعلومات المحاسبية في التأثير على الأوراق المالية يعتمد على مستوى الكفاءة التي يتمتع به السوق بالإضافة إلى نوعية هذه الكفاءة، كما أنه من أهم الأركان

التي ترتكز عليها كفاءة سوق الأوراق المالية هو وجود نظام فعال للمعلومات المحاسبية تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة في الأوقات المناسبة وبالتكلفة المناسبة والتي تمكن المستثمرين من اختيار أفضل البدائل المتاحة للاستثمار.

ج- قد يؤدي الجمود التفسيري للمعلومات المحاسبية سواء كان هذا الجمود قوي المستوى أو ضعيف المستوى، إلى عدم القدرة على إدراك العلاقة الحقيقية بين المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية.

لذا فإن النقاط السابقة قد تحد من دور المعلومات المحاسبية وتأثيرها سواء المباشر أو غير المباشر على تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة حركة التداول وأسعار الأسهم به، ما لم تتوفر في هذه المعلومات مستوى الجودة المطلوب، لذا أشار Barth إلى أهمية خاصية التوقيت الملائم عند الإفصاح عن المعلومات المحاسبية وأثرها على أسعار الاستثمارات المالية، كما أشار أيضا: إلى أن تأخير نشر المعلومات وعدم دقتها والتحيز في عرضها وعدم اعتمادها على مبادئ ومعايير محاسبية متفق عليها يحدث تأثير سلبي على سلوك المستثمر ويؤثر في درجة المخاطر التي يرغب في تحملها وفقا لظروفه.

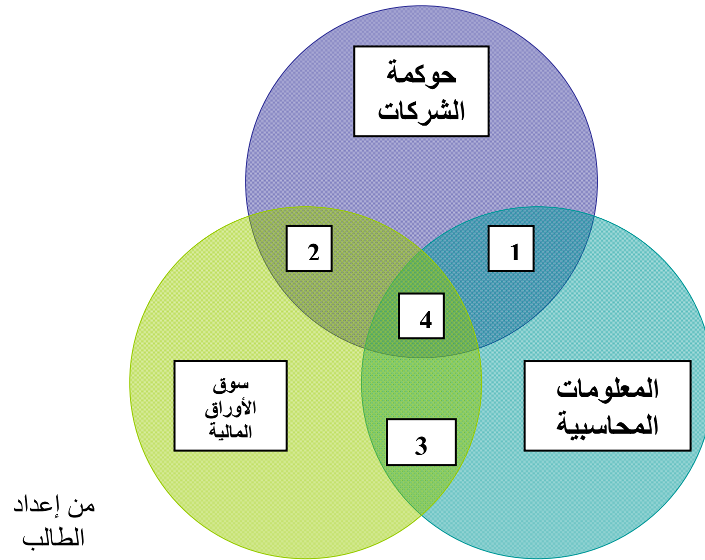
1- حوكمة الشركات وسوق الأوراق المالية:

إن أحد أهم دوافع الاهتمام بتطبيق حوكمة الشركات هو إعادة ثقة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية وذلك نتيجة الانهيارات وحالات الفشل التي أصابت الكثير من الشركات العملاقة والتي ترجع في معظمها إلى عدم دقة البيانات والمعلومات المحاسبية بها وما تتضمنه من أخطاء وكمثال حي شركة دبي العالمية. لذا فإن أحد المبادئ الأساسية التي تقوم عليها عملية حوكمة الشركات هو مبدأ الإفصاح والشفافية وما يحمله في طياته من إعداد ومراجعة المعلومات والإفصاح عنها بما يتفق والمعايير عالية الجودة وأن يتم توفيرها للمستخدمين في الوقت الملائم وبالتكلفة الملائمة.

يضاف إلى ذلك أن أحد المعايير الأساسية لحوكمة الشركات هو دقة وموضوعية التقارير المالية بجانب الالتزام بالقوانين والتشريعات.

لذلك يمكننا القول بأن هناك علاقة وارتباط بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية يمكن توضيحهما بالشكل التالي :

الشكل 08: العلاقة بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية



من إعداد الطالب

يلاحظ على الشكل السابق ما يلي :

- أن المنطقة رقم(1) تمثل الدور المتبادل بين كل من حوكمة الشركات وبين المعلومات المحاسبية بصفة عامة بعيدا عن علاقتها بسوق الأوراق المالية.
- في حين تمثل المنطقة رقم(2) الأثر المتبادل بين تطبيق حوكمة الشركات وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية بصفة عامة بعيدا عن دور المعلومات المحاسبية (وإن كان يصعب ذلك عمليا).
- أما المنطقة (3) فإنها تمثل الأثر المتبادل بين المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية متمثلا في تأثير المعلومات علي حركة التداول وأسعار الأسهم وغيرها من الأوراق المالية والعائد المحقق على هذه الأوراق.
- في حين تمثل المنطقة رقم (4) وهي منطقة الأداء المتميز وتوازن المصالح وهي محل اهتمامنا لأنها نقطة التقاء وترابط العناصر الثلاثة والتي تتمثل في التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وما ينتج عنها من توفير المعلومات المحاسبية ذات الجودة العالية وبالتالي تنشط سوق الأوراق المالية، تمثل هذه المنطقة الهدف الذي يسعى البحث إلى تحقيقه حتى تكتمل منظومة الأداء الشامل والمتطور للوحدات الاقتصادية داخل المجتمع.

ووجود المنطقة (4) أصبح أمرا ضروريا لأنه لا يتصور وجود وحدة اقتصادية تقوم بتطبيق حوكمة الشركات ولا تنتج معلومات محاسبية ذات معايير جودة عالية ولا يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على أسعار وحركة أوراقها المالية المتداولة في البورصة .

2- حوكمة الشركات وجودة المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية:

اتضح من الأجزاء السابقة الأثر الواضح للمعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية، كما اتضح أن توفر جودة المعلومات المحاسبية يساعد في القضاء على سلبية هذه المعلومات في القيام بدورها تجاه تنشيط حركة سوق الأوراق المالية، لذا فإن تحقيق جودة المعلومات المحاسبية بمفهومها الشامل في ظل الحوكمة سوف ينعكس على الجوانب المختلفة لسوق الأوراق المالية.

في ضوء ذلك نشير إلى الملاحظات التالية:

أ- أن قدرة المعلومات المحاسبية في التأثير على حركة سوق الأوراق المالية سواء بالإيجاب أو السلب -وكذلك بالنسبة لدورها التيسيري والتأثيري – يتزايد مع تزايد تحقق جودة هذه المعلومات.

ب- أن من الدوافع الهامة والأساسية لظهور وتطبيق حوكمة الشركات هو إعادة الثقة في المعلومات المحاسبية وإحكام الرقابة عليها، للارتقاء بمفهوم جودة هذه المعلومات من الجودة ذات المعيار الواحد إلى تحقيق الجودة ذات المعايير المتعددة مما يعني تحقيق المفهوم الشامل لجودة المعلومات المحاسبية .

3- الإفصاح يعزز الثقة في السوق ويساعد على اتخاذ القرار:

أكد رئيس التداول وشئون الأعضاء في سوق البحرين للأوراق المالية، "إبراهيم العرادي" أهمية الإفصاح في الأسواق المالية في تعزيز ثقة المستثمرين ومساعدتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

وعرف "العرادي" الإفصاح بأنه، عملية توفير وإتاحة المعلومات والبيانات المالية كافة وغيرها المتعلقة بالشركات المدرجة في السوق والتي من شأنها دعم قرارات المستثمرين والحيلولة دون تظليلهم.

وعدد "العرادي" بعض النقاط التي قال إنها تبرز أهمية الإفصاح، ومنها تعزيز ثقة المستثمرين في السوق، وتنقية الأجواء الاقتصادية من الشائعات، والتقليل من حدة التقلبات السعرية غير المرغوبة والمستندة على معلومات غير موثوقة، ومساعدة المستثمر على اتخاذ قراراته بناء على البيانات والحقائق.

تحدث "العرادي" عن أنواع الإفصاح في أسواق المال مثل الإفصاح الفوري التي تشمل عمليات الاستحواذ والدمج بين الشركات والمشروعات والعقود الكبرى ذات التأثير على المركز المالي للشركة والتعيينات الإدارية العليا والرد على الشائعات ذات العلاقة بالشركة، وتعاملات أعضاء مجلس الإدارة والمطلعين على السوق، إلى جانب كل ما قد يؤثر على سعر سهم الشركة في السوق.[1]

المطلب الثاني: نتائج إفصاح شركة دبي العالمية عن طلب تأجيل ديونها.

---

[1]- إبراهيم العرادي، **الإفصاح يعزز الثقة في السوق ويساعد على اتخاذ القرار**، صحيفة الوسط [على الخط] ، 2009، أوت، العدد : 2538 متاح على: <http://www.alwasatnews.com/2538/news/read/304489/1.html>، تاريخ التحميل: 2009/01/25.

تأثرت أسواق الأسهم الإماراتية بالإفصاح الذي أصدرته شركة دبي العالمية بخصوص طلبها تأجيل سداد ديونها وشروعها في إعادة هيكلة ديونها، وشهدت بورصة دبي في دولة الإمارات تراجعا حادا في بداية التعاملات صباح الاثنين 2009/11/30 متأثرة سلبا بخلو الإفصاح من معلومات جوهرية تجيب على تساؤلات حملة الأسهم على خلفية أزمة ديون شركة دبي العالمية "دبي العالمية"، فيما جمدت شركة دبي القابضة أكبر مشروعاتها الخارجية .

جاء التراجع في أول يوم عمل للبورصة بعد إجازة عيد الأضحى، فقد افتتحت بورصة دبي الاثنين 2009/11/30 على انخفاض وصل إلى 5.84% بحسب وكالة الأنباء الفرنسية.
خلال التعاملات فقدت أسهم شركة "دبي العالمية" التي كانت في قلب الأزمة نحو 15% وجاءت هذه الانخفاضات الحادة في أول جلسة تداول منذ إعلان حكومة إمارة دبي الأربعاء 2009/11/25 طلبها تجميد استحقاقات ديون مجموعة دبي العالمية.
تراجع سهم شركة "إعمار" العقارية في سوق دبي بالحد الأقصى تقريبا بنسبة وصلت إلى 9.8% علما أن سوقي دبي والأسهم المدرجة فيه لا يمكنها أن تتراجع أكثر من 10% في جلسة تداول واحدة، وكذلك تراجعت معظم الأسهم القيادية بشكل حاد في السوق.
كذلك سجلت الأسهم النشطة الأخرى تراجعات كبرى، لاسيما سهم شركة ارابتك للمقاولات الذي تراجع بـ 9,75% وسهم سوق دبي المالية الذي تراجع بـ 9,68%.
تفجرت أزمة دبي الأربعاء 2009/11/25، بعدما قالت الإمارة إنها ستؤجل سداد ديون إحدى شركاتها الرئيسية البالغة ستين مليار دولار، وأدى الإعلان المفاجئ إلى صدمة في الأسواق الآسيوية والأوروبية الخميس الموالي، والأمريكية يوم الجمعة، وسط مخاوف من تعثر دبي في سداد ديونها التي تقدر بحوالي ثمانين مليار دولار.
مع استمرار القلق بشأن ديون دبي، تتردد تكهنات باحتمال اضطرار إمارة دبي إلى بيع أو تصفية بعض استثماراتها، وتملك حكومة دبي عدة أصول مهمة في أنحاء العالم، منها طيران الإمارات التي يتولى رئيس مجلس إدارتها أيضا رئاسة اللجنة العليا للسياسة المالية في دبي.
تملك إمارة دبي، عبر بورصة دبي، 21% من بورصة لندن اشترتها في نوفمبر 2007، وكانت أسهم بورصة لندن من بين أكثر الأسهم انخفاضا على مؤشر "فاينانشال تايمز" بعد أنباء ديون دبي.
في عام 2007 اشترت الذراع الاستثمارية لشركة دبي إنترناشونال كابيتال، وهي شركة استثمارية خاصة مملوكة لحكومة دبي، حصة لم يكشف عنها في بنك "إتش إس بي سي" مما جعلها واحدة من أكبر المستثمرين في أكبر البنوك الأوروبية.
كما اشترت استثمارات مركز دبي المالي العالمي حصة 2.2% في البنك الألماني "دوتشيه" في العام نفسه في صفقة قيمتها 1.83 مليار دولار، واشترت دبي إنترناشونال كابيتال، عبر صندوقها للأسهم الإستراتيجية العالمية، حصة في شركة الإلكترونيات والترفيه اليابانية سوني، وذلك في 2007 أيضا.
في العام ذاته، اشترت دبي إنترناشونال كابيتال "إليانس ميديكال" مقابل 1.25 مليار دولار وتعتزم توسيع واحدة من أكبر الشركات الأوروبية لخدمات الفحص بالأشعة المقطعية وأشعة الرنين لتدخل إلى الشرق الأوسط وآسيا.

كذلك اشترى صندوق الأسهم الإستراتيجية العالمية أيضا حصة 13.2% من الشركة الأم لآيرباص الصناعات الجوية والدفاعية الأوروبية -أيدس) مما جعله واحدا من أكبر المؤسسات المستثمرة في المجموعة.
من بين أصول دبي الرئيسية كذلك شركة إعمار العقارية، وشركة دبي العالمية التي كانت في قلب الأزمة الأخيرة، وتملك دبي العالمية شركات فرعية واستثمارات متنوعة، في مقدمتها موانئ دبي العالمية، وهي من كبرى شركات تشغيل الموانئ في العالم.[1]
هذه الاستثمارات المنتشرة عبر العالم زاد من حدة تأثر الأسواق العالمية بأزمة ديون دبي المالية، فلوحظ خلال الأيام الموالية لإعلان إمارة دبي عن طلبها تأجيل سداد ديون دبي العالمية وشروعها في عملية إعادة هيكلة هاته الديون تراجع كبير في مؤشرات البورصات العالمية سواء كانت أوربية أو أمريكية أو آسيوية.
كما توقع "الطه رمزي" الخبير الاقتصادي الكويتي "أن يستمر التذبذب في السوق ما لم يتم التعامل مع مشكلة الشفافية" مشيرا بشكل خاص إلى عدم كشف مصارف عدة عن مستوى انكشافها لديون مجموعة دبي العالمية، وأكد أن هناك "حاجة لمزيد من الوضوح للحد من قلق المستثمرين الذي يجعل السوق متقلبة وهشة".

المطلب الثالث: دور الإفصاح في حدوث الأزمة.

شفافية أسواق المال في الظروف العادية ضرورية وفي الظروف الاستثنائية تعتبر ملحة وفي غاية الأهمية، فكل التشريعات في البورصات العالمية والعربية والخليجية تؤكد على أهمية الشفافية والإفصاح عن المعلومات التي تؤثر على النتائج المالية للشركات، والأسواق الأكثر شفافية تعد الأكثر جاذبية لرؤوس الأموال، خاصة الأجنبية، ورغم أن سوق دبي للأوراق المالية ضمن تشريعاته قانون الإفصاح عن المعلومات إلا أن هذا القانون لا يطبق إلا في حالات دون أخرى. وخلال أزمة ديون دبي طالبت بورصة دبي البنوك المدرجة فيها بالإفصاح عن حجم انكشا فاتها على أزمة ديون دبي العالمية، الأمر الذي زاد من تقدير الأوساط الاستثمارية في دبي وفي الوقت نفسه تم توجيه انتقادات شديدة إلى المسؤولين عن بورصة دبي، حيث طالبوهم بأهمية اتخاذ هذا الإجراء. وبالتالي فانه على إدارة البورصة أن تقوم بدورها وتطبق قانون الإفصاح عن المعلومات، خاصة في ظل الظروف الراهنة.

قد سبق وأن أعلن سوق دبي المالي في يوم: 2009/11/15 أن الشركات المحلية المدرجة سجلت معدل التزام نسبته 100% من حيث الإفصاح عن النتائج المالية الفصلية للربع الثالث من العام 2009، في حدود المهلة الزمنية القانونية، وهي 45 يوما من انتهاء الفترة.
وقد بلغ عدد الشركات المساهمة العامة المحلية المدرجة في سوق دبي المالي التي أفصحت عن بياناتها المالية الفصلية، 41 شركة، "مع استثناء كل من أملاك للتمويل وتمويل". وقد رفع سوق دبي المالي في نفس اليوم تقريرا تفصيليا إلى هيئة الأوراق المالية والسلع، يتضمن تواريخ الإفصاح والملاحظات عليها، وذلك وفقا لمتطلبات الهيئة.

---

[1]- لم يتم ذكر الكاتب، **"أزمة الديون" تهوي ببورصتي دبي وأبو ظبي**، أخبار البشير،[على الخط]، 2009، متاح على: < http://islamtoday.net/albasheer/index.htm >، تاريخ التحميل: 2009/02/25.

حتى هذا التاريخ تبدو عملية الإفصاح في سوق دبي المالي جيدة نظرا للالتزام الكبير من قبل الشركات المدرجة أسهمها في السوق، وكذلك نظرا للتشريعات التي سنتها الهيئة بخصوص الإفصاح.

لكن بعد 10 أيام أي بتاريخ 2009/11/25 جاء الإعلان المفاجئ من طرف شركة دبي العالمية عن طلبها تأجيل سداد ديونها وعدم قدرتها بالالتزام بالأقساط المستحقة بتاريخ 2009/12/14، دون أي تحضير أو تلميح أو إعلان مسبق عن وجود عسر مالي لدى الشركة، بل العكس من ذلك كانت هناك تطمينات سواء من الإدارة أو من الجهة الحاكمة للإمارة دبي بأنه لا توجد هناك مشاكل وأن السوق قد تجاوز الأزمة المالية العالمية.

ما زاد من حدة تأثير عملية الإفصاح هذه على أداء السوق وقيمة الأسهم، هو توقيت الإعلان الذي جاء قبل عطلة عيد الأضحى مباشرة، هذا التوقيت لعب في رأينا دور سلبيا في حدوث الأزمة. حيث أنه أدى إلى إحداث شكوك لدى المستثمرين عن قدرة شركة دبي العالمية عن سداد ديونها حقا خاصة أنها أجلت الإعلان عن هذا العسر حتى ذلك التوقيت كمحاولة منها لامتصاص ردة فعل السوق نظرا لكون السوق مغلقة بسبب عطلة عيد الأضحى، إضافة إلى أن المستثمرين عملوا في هذه الفترة على البحث عن معلومات دقيقة حول ما حصل وما سوف يتم بعد هذا الإعلان.

في رأينا بأن عملية الإفصاح كان لها أثر كبير على حدوث الأزمة، ويمكن تحديد أسباب هذا التأثير السلبي فيما يلي:

- **أ-** مغالاة الحكام وإدارة الشركة في عملية التطمينات التي قدمت للمستثمرين.
- **ب-** عدم وجود تحضير لعملية الإعلان، كوجود إعلان تدريجي عن وجود عسر مالي.
- **ج-** عدم اختيار التوقيت المناسب لعملية الإفصاح.
- **د-** القراءة الخاطئة لتوقيت الإفصاح.
- **ه-** التأخر في عملية الإفصاح.

المطلب الرابع: درجة الإفصاح في سوق دبي المالي.

لا يمكننا قياس درجة الإفصاح في سوق دبي المالي بدقة وإعطاء نسبة معينة أو أرقام حول الإفصاح، لكن يمكن الحكم بشكل عام إن كانت درجة الإفصاح في هذه السوق عالية وتلبي متطلبات المستثمرين، وذلك لكون أن القوانين وحدها لا تكفي وتقديم البيانات المالية من طرف الشركات المدرجة في المحدد قانونيا.

حيث أن البيانات المالية يمكن أن تكون مضللة أو غير متضمنة لأحداث لها أثر على أسعار الأسهم، سواء كان هذا الأثر بالإيجاب أو بالسلب، فمثال ذلك أزمة شركة دبي العالمية التي قدمت هذه الأخيرة للسوق بياناتها المالية بتاريخ: 2009/11/15، ولم تتأثر أسعار الأسهم بعد هذا الإعلان رغم وجود عسر مالي لدى الشركة التي أعلنت فيما بعد عن عدم قدرتها عن تسديد الأقساط المستحقة بتاريخ: 2009/12/14.

هذا ما يبين لنا أن الشفافية والإفصاح لا تكمن فقط في القوانين، بل تمتد إلى الوعي الاستثماري سواء للمدراء القائمين على رأس الشركات أو المستثمرين في السوق.

كل هذه الأحداث الأخير لسوق دبي المالي أعطت انطباعا لدى المستثمرين بأنه لا توجد ثقة عالية في هذه السوق، وأدخلت الشك في نفوس المستثمرين خاصة منهم الأجانب، الذين كان أغلبيتهم يرى في سوق دبي المالي بأن النموذج الناجح والعملاق خاصة في منطقة الخليج المعروفة بغناها بالثروات البترولية.

انعكس هذا الانطباع على الحياة اليومية حيث شوهدت العديد من السيارات المركونة في حظائر المطار، وخلو العقارات من المستأجرين، إضافة إلى التهافت السريع على شراء تذاكر السفر، فأغلب المستثمرين باعوا ما يملكون من أسهم أو بالأحرى تخلصوا منها حتى يحافظوا على نسبة معينة من رأس المال، وهموا بالعودة إلى ديارهم، وذلك لأن الفرصة الاستثمارية التي كانوا يستغلونها لم تعد تلبي لهم الغرض المنشود وأصبحت غير آمنة.

في هذا السياق قالت: **"لورا تايسون"**، المستشارة الاقتصادية للرئيس الأمريكي الأسبق، **"بيل كلينتون"**، وللرئيس الحالي، **"باراك أوباما"**، خلال حملته الانتخابية، أن دبي نجحت في بناء سمعة دولية وجذب خبرات إليها، ولكن مؤسسات ضمان الحوكمة والشفافية فيها لم تتطور بالقدر الكافي، وهو ما لعب دورا أساسيا في أزمة ديون "دبي العالمية." [1]

أزمة دبي المالية كشفت الكثير من العيوب التي كانت لا تظهر عن سياسة الإمارة، فالتباهي والتفاخر بالإنجازات العقارية الضخمة، كان يختبئ وراءها نموذج اقتصادي هش مبني على القروض. إضافة إلى رفع القناع عن السياسات المالية أو بالمعنى الأصح الوضعية المالية، التي حاولت التستر عنها وعدم الإفصاح عن هذه المشاكل.

سياسة التكتم وتلميع المظهر التي ينتهجها أغلبية الساسة العرب سواء في المجال الاقتصادي أو في المجالات الأخرى خاصة منها السياسة كما يعرفها الجميع، لن تسمح لهذه الدول بالذهاب بعيدا والتطور، بل ستعزز ثقافة التخلف والجهل والسرقة .

من خلال هذه الأزمة نستنتج أن الإفصاح له دور فعال في ترشيد القرارات الاستثمارية ويعتبر عامل كبير محددا لقيمة الأسهم وطريقة إدارة المحفظة المالية للمستثمر، وتعتبر الشفافية من بين أهم المطالب التي ينادي بها المستثمرون حتى تكون توقعاتهم واستثماراتهم في الاتجاه السليم.

---

[1]- لورا تايسون، **تدني الشفافية من أسباب الأزمة**، صحيفة آرام [على الخط]، 2009، ديسمبر، متاح على:
< www://aaram.net/website/69852news article..htm >، تاريخ التحميل: 2009/02/25.

خلاصة الفصل:

من خلال الدراسة الميدانية التي أجريناها، على سوق دبي المالي التي تم اختيارها من بين البورصات العالمية والعربية كونها تمزج بين تطور البورصات العالمية من خلال الميكانيزمات المتوفرة وكذا الأساليب الحديثة المنتهجة في تسييرها، إضافة إلى السمعة العالمية التي تتسم بها على الصعيد الدولي والعربي، وطموح الأسواق المالية الناشئة التي تعمل على جلب الاستثمارات الخارجية لها لتدعيم اقتصادياتها.

حاولنا ربط عملية الإفصاح بالقرارات الاستثمارية، محاولين معرفة مدى الارتباط الموجود بينهما، وكذا قوة تأثير الإفصاح على القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية.

لعبت الأزمة المالية التي تعرضت لها سوق دبي المالي، دورا فعالا في استخلاص النتائج التي كنا نريد الوصول إليها، وهي أن الإفصاح هو العمود الفقري لعملية اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية، وأن عملية الإفصاح والشفافية ليست بالدرجة الكافية أو المطلوبة في سوق دبي المالي، وكذلك أنه ليست القوانين وحدها التي تحدد الإفصاح الكافي بل الوعي الاستثماري وكذا النزاهة التي يجب أن يتحلى بها المدراء، إضافة إلى أن الإفصاح الكافي عن البيانات المالية وكذا المعلومات المهمة تساعد بدرجة كبيرة المحللين الأساسيين في تقييم الأسهم واستخلاص القيمة الحقيقية للورقة المالية ودرجة المخاطر.

من خلال هذه الدراسة، واستنادا إلى الملاحظة للأحداث الحاصلة، رأينا أن هناك تأخر في مجال الإفصاح والشفافية بالنسبة للأسواق العربية والناشئة، هذا ما جعل بالمستثمرين ينفرون منها، كونها غير آمنة وغير مستقرة وغير شفافة، فهم يتحينون الفرص فيستغلونها ثم ينسحبون.

إن كل هذا سوف يعمل بالسلب على اقتصاديات هذه الدول فعوض أن تكون السوق المالية مصدر تمويل وانتعاش اقتصادي تساهم في تطور البنية الاقتصادية، تصبح مصدر خطر على الاقتصاديات من خلال إحداث أزمات تشل الاقتصاديات مثل أزمة دبي المالية.

خـاتـمـة عـامـة

خـــاتـمـــة عامة:

يتزايد استخدام عبارة قوانين الإفصاح والشفافية بشكل واضح في عالم اليوم، وبصفة خاصة في أسواق المال، حيث تلعب المعلومات دورا حاسما في التأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ. وتفترض نظريات كفاءة سوق الأوراق المالية أن كافة المعلومات عن السوق والشركات المسجلة فيه متاحة ودقيقة بشكل عام، وأن المتعاملين في السوق لديهم حرية الوصول إلى هذه المعلومات بدون تكلفة، أو بتكلفة زهيدة، غير أنه من الناحية العملية يعد حصول جميع المستثمرين على المعلومات اللازمة لتقييم القرار الاستثماري أحد التحديات التي يمكن أن تواجه أي سوق للأوراق المالية، على الرغم من الأهمية الكبيرة التي تمثلها المعلومات بالنسبة لاستقرار السوق ونمو المعاملات وتدعيم ثقة المتعاملين فيها. من ناحية ثانية فإن غياب قوانين الإفصاح والشفافية تشيع حالة من عدم العدالة في المعاملات التي تتم في سوق الأوراق المالية، حيث يؤدي غياب مثل هذه القوانين إلى السماح باللعب بمقدرات السوق، ومن ثم استئثار فئات محددة من المتعاملين، خصوصا الذين لديهم حرية الوصول إلى المعلومات الداخلية غير المتاحة للعامة، أو الذين يمكنهم من أن يشيعوا في السوق معلومات خاطئة، أو يتمكنوا من تسريب معلومات صحيحة تحقق لهم أرباحا ضخمة في حال دخول تلك المعلومات في قرارات المتعاملين، بالجانب الأكبر من الأرباح التي يمكن أن تتحقق من المعاملات في السوق، وذلك على حساب باقي المتعاملين الذين ليس لديهم حرية الوصول إلى مثل هذه المعلومات.

لهذا أرادت الجزائر توفير المناخ المناسب للمستثمرين بسوق الأوراق المالية الذي يعاني من عدم النشاط، وذلك لنفور المستثمرين منها لعدم كفاءة سوقها، ومن جملة التدابير المتخذة تغيير المخطط المحاسبي واستبداله بالنظام المالي المحاسبي الذي يعمل وفقا لمتطلبات المعايير المحاسبية الدولية، التي بدورها تقوي عملية الإفصاح في القوائم المالية، والتي تسعى لتوفير أكبر قدر من الشفافية والوضوح والمعلومات اللازمة للمستثمرين والتي تساعدهم على اتخاذ قرارات بشأن تقييم الأوراق المالية في السوق المالي.

1- نتائج الدراسة النظرية: من خلال هذا البحث تم اختبار صحة فرضيات هذا البحث وكانت النتائج كالتالي:

- للإفصاح المحاسبي دور كبير في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية، حيث يساعد المستثمرين على التقييم العادل للأوراق المالية من خلال المعلومات التي يوفرها لهم، حيث يعطي نظرة حالية ومستقبلية للأوراق المالية، هذا ما يساعد المستثمرين على ترشيد قراراتهم الاستثمارية باستخدام التحليل الأساسي للأوراق المالية الذي بدوره يعتمد على المعلومات المحاسبية المفصح عنها سواء في القوائم المالية أو بشكل ملحقات أو إعلانات.
- أثبتت الدراسة بأن المخطط المحاسبي الوطني المعد سنة 1975 لا يلبي متطلبات المستثمرين، وذلك لكونه معد للنظام الاشتراكي ولا يلبي إلا حاجيات الإدارة الجبائية والرقابية، حيث أن القوائم المالية الناتجة عن تطبيقه لا تسمح لقارئها من استخلاص المعلومات التي يريدها بشكل كافي.
- وفقا لما تم عرضه في البحث فإن النظام المالي المحاسبي المحدث في الجزائر والمراد تطبيقه اعتبارا من هذه السنة، جاء لتعويض المخطط المحاسبي الوطني وتغطية النقائص

التي أظهرها، حيث أن هذا النظام يعمل على توفير القوائم المالية الواضحة والسهلة الفهم، والتي هي في نفس الوقت معدة وفقا للمعايير المحاسبية الدولية، هذه الأخيرة تصب دائما في صالح المستثمرين وتدعوا لتوفير المعلومات المطلوبة من طرفهم.
كما رأينا أيضا بأن التحليل الأساسي للأوراق المالية في سوق الأوراق المالية يعتمد بشكل أساسي على المعلومات المفصح عنها لتقييم هذه الأوراق، وتعتبر المعلومات المفصح عنها الركيزة الأساسية في عملية التقييم، وأسلوب التحليل الأساسي هو من أهم الأساليب التي يعتمد عليها المستثمرين الماليين في تقييم الأوراق المالية، ومن ثم اتخاذ القرار المناسب في عملية الاستثمار.
أن الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق الأوراق المالية هم من صغار المستثمرين، وهؤلاء هم أقل المتعاملين استعدادا لتحمل ما يترتب على تغيرات أسعار الأوراق المالية من خسائر، كما أن آثار تقلب أسعار الأسهم على صغار المستثمرين تكون مدمرة نظرا لأنهم غالبا ما يضاربون بكل ثرواتهم أو بثروات الغير. ونظرا لضعف القدرات الفنية لهؤلاء نتيجة لخلفيتهم المتواضعة في مجال التحليل المالي، فإنهم لا يهتمون بالعوامل الأساسية في التحليل والتقييم وقياس التدفقات النقدية المستقبلية وغيرها من مبادئ التمويل التي يجب أن يتم استخدامها في تحليل الأسهم، فضلا عن عدم قدرتهم على الوصول إلى مصادر المعلومات الداخلية، ومن ثم فإنهم لا يدركون حجم المخاطر التي يمكن أن تحيط بهم في ظل سوق مالي تغيب فيه الشفافية والإفصاح.
2- نتائج الدراسة التطبيقية: تضمن البحث فصل تطبيقي حول أثر الإفصاح المحاسبي على القرارات الاستثمارية في سوق دبي المالي وكانت نتائج الدراسة الميدانية كما يلي:
من خلال معاينة القوانين والتشريعات المطبقة في سوق دبي المالي، يظهر في البداية أن الإفصاح في هذه السوق يتم وفقا للمعايير الدولية، وكذا بنفس الشروط المفروضة في أغلب البورصات العالمية المتطورة.
لكن بعد حدوث الأزمة المالية التي أصابت شركة دبي العالمية، انكشفت عملية الإفصاح في سوف دبي المالي، الذي تعمل المؤسسات المدرجة فيه على تلميع صورة المؤسسات بتوصية من حكام إمارة دبي، وذلك حتى يظهر للعالم بأن إمارة دبي نجحت في جلب رؤوس الأموال العالمية لتحقيق التحديات التي فرضتها على نفسها.
والأزمة المالية التي أصابت سوق دبي المالي أظهرت مدى ارتباط الإفصاح والشفافية بقرارات المستثمرين في سوق دبي المالي، حيث أنه بمجرد أن حدث شك لدى المستثمرين بشفافية الإفصاحات التي قدمتها شركة دبي العالمية، كانت هناك موجة كبير من البيع والتخلص من الأسهم والرجوع إلى البلدان الأصلية، ما أدى إلى حدوث الأزمة.
فالقوانين وحدها لا تفي بالغرض المراد من الإفصاح، إضافة إلى القوانين لا بد من الوعي لدى معدي القوائم المالية بأهمية الإفصاح وكيفية تقديمه للمستثمرين.
3- التوصيات: الإفصاح والشفافية أصبحتا متلازمتين ضروريتين للأسواق المالية في عالم اليوم لذلك سوف نحاول تقديم التوصيات التالية:
- أن التلاعب بأسعار الأوراق المالية، أو المضاربة غير المشروعة، أو إشاعة الأخبار الكاذبة والعمل على نشرها لتوجيه السوق نحو اتجاه محدد، إلى غير ذلك من الممارسات غير القانونية يمثل جريمة لا بد وأن يعاقب عليها القانون بصرامة لكي يمنع من تسول له نفسه من القيام بذلك، ولكي يحمي السوق من الممارسات غير القانونية مثل تسريب الأسرار

أو استخدام معلومات داخلية غير متاحة لجمهور المستثمرين لتحقيق أرباح غير طبيعية، أو غيرها من الممارسات التي ترفع درجة عدم استقرار السوق وتحول دون أداءه لوظيفته الأساسية كساحة لتعبئة مدخرات الجمهور وتوجيهها نحو الاستخدامات الاستثمارية الصحيحة، وليس نحو المضاربة، ومن ثم فإن قوانين الإفصاح في البورصة ينبغي أن تكون شاملة وتسد كافة الثغرات التي يمكن أن تسمح باختراق البورصة على نحو يضر باستقرارها.

- أن قوانين الإفصاح التي تضمن استقرار السوق، سوف تعمل على تقليل الحاجة إلى تدخل الدولة من وقت لآخر لضمان استقراره. إذ غالبا ما تدعى الدولة إلى التدخل في حال حدوث انهيار في سوق الأوراق المالية وتراجع مستويات الثقة به، وذلك حفاظا على مصالح المتعاملين فيه، بصفة خاصة صغار المستثمرين وذلك من خلال إنشاء المحافظ الاستثمارية المناسبة لإنقاذ السوق من التردي، وعندما تتوافر الموارد المالية للدولة يسهل تكوين مثل هذه المحافظ، أما عندما تشح تلك الموارد تعجز الدولة عن التدخل على النحو المناسب مما يزيد من عدم استقرار السوق، أما عندما يكون السوق مقننا بحزمة متكاملة من قوانين الإفصاح والشفافية المدعمة بالعقوبات الصارمة في حالة المخالفة، فان احتمالات تعرض السوق للتقلب من ثم تقل تكلفة تدخل الدولة في السوق من الناحية المالية.

- أن قوانين الإفصاح والشفافية سوف تسهل التعرف على اتجاهات أداء البورصة بشكل أدق، ومن ثم يسهل تحليل مسببات ما يدور في البورصة، ويسهل بالتالي تحديد استراتيجيات التعامل مع تداعيات عدم استقرارها، أما عندما تتغير الأسعار لأسباب غير مفهومة وتجرى تعاملات لا ندري من أين مولت أو إلى أين ستذهب، فإن أبواب التلاعب بالسوق تنفتح على مصراعيها وتكون النتيجة ضياع ثروات الناس لمصلحة المتلاعبين بالبورصة. إن أفضل وسيلة لمنع تسرب المعلومات الداخلية هو فرض ضرورة إتاحتها على نحو متساو لجموع المتعاملين في البورصة، بحيث تكون هذه المعلومات متوازنة ومحايدة وخالية من أي تحيز، وبحيث يؤدي استخدامها إلى تحقيق أرباحا عادلة للجميع.

- ضرورة توحيد الأنماط المحاسبية الدولية واقع مفروض على جميع الدول، حيث أن العولمة وظهور الشركات المتعددة الجنسيات، وكذا حركة الأموال بين الدول وأسواقها، فرضت هذا التوحيد الذي بدأت تتجلى ملامحه في المعايير المحاسبة الدولية التي وضعت لهذا الغرض، حتى تكون هناك قراءة واحدة وواضحة للقوائم المالية في مختلف الدول ومن قبل أي مستثمر سواء كان محليا أو أجنبيا.

4- أفاق البحث: يعد موضوع الدراسة من المواضيع الهامة، فهو يفتح آفاقا جديدة للبحث، ومن أجل التعمق في جميع جوانبه، يمكن أن تكون الدراسات التالية موضوعا لبحوث أخرى، تدعم هذه الدراسة:

* دور تطبيق النظام المالي المحاسبي في تحقيق الإفصاح والشفافية في الجزائر.
* تأثير النظام المالي المحاسبي على تنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر.
* واقع الإفصاح المحاسبي بالجزائر.

قـائـمـة الـمـراجـع

الكتب باللغة العربية:

1- إبراهيم الأعمش، أسس المحاسبة العامة "مطابق المخطط المحاسبي الوطني 1975"، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
2- إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997.
3- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
4- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، مصر، 2003.
5- أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 1997.
6- الموسوي ضياء الدين مجيد، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات،منشورات image، 1998.
7- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الاسكندرية، مصر، 2005.
8- أمين السيد أحمد لطفي، نظرية المحاسبة القياس والإفصاح والتقرير المالي عن الالتزامات وحقوق الملكية الجزء الثاني، ، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2007.
9- بن ربيع حنيفة، الواضح في المحاسبة العامة، دار هومة، الجزائر، 2005.
10- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
11- حامد داود الطحله، معايير المحاسبة الدولية النشأة والمفهوم، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2000.
12- حسين القاضي، مأمون حمدان، المحاسبة الدولية ومعاييرها، الطبعة الأولى/ الإصدار الأول، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان الأردن، 2008.
13- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.
14- خالد وهيب الراوي، الاستثمار- مفاهيم تحليل إستراتيجية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 1998.
15- رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999.
16- رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998.
17- زوبل محمود أمين و البطريق يونس، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
18- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
19- شمعون شمعون، البورصة، الطبعة الأولى، أطلس للنشر، الجزائر، 1999.
20- صادق الحسني، التحليل المالي المحاسبي، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1998.

21- صالح خالص، المبادئ الأساسية للمحاسبة العامة والمخطط المحاسبي، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 1997.
22- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2002.
23- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، مصر، 2006.
24- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
25- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الإسكندرية مصر، 2000.
26- طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة الجزء الأول، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الإسكندرية مصر، 2003/2002.
27- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.
28- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
29- عبد الباري دره، الإدارة الحديثة، المركز العربي للخدمات الطلابية، عمان، الأردن، 1994.
30- عبد الباسط وفا حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية للنشر، مصر، 1996.
31- عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر.
32- عبد الحي مرعي، المعلومات المحاسبية وبحوث العمليات في اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، بيروت، لبنان، 1998.
33- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، مصر، 2001.
34- عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، بدون سنة الطبع.
35- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1997.
36- عبد المجيد المهملي، التحليل الفني للأسواق المالية، دار النشرGN4 FN، القاهرة، مصر، 2004.
37- عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001.
38- عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر.
39- مأمون حمدان وحسين القاضي، نظرية المحاسبة، الطبعة الأولى، منشورات جامعة دمشق ، سوريا، 2000.

40- محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع ، مصر، 1999.
41- محمد بوتين، المحاسبة العامة للمؤسسة ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
42- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
43- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
44- محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
45- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي والفني)، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2005.
46- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
47- محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر.
48- محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999.
49- محمود أمين زوبل ويونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
50- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق- بورصات)، الطبعة الثانية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
51- محمود محمد عبد السلام البيومي، المحاسبة والمراجعة في ضوء المعايير وعناصر الإفصاح في القوائم المالية، الطبعة الأولى، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية ،مصر، 2003.
52- مصطفى رشدي شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف، الطبعة السادسة، دار المعرفة، مصر، 1996.
53- مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، 1993.
54- مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية، ا الطبعة الثانية، المطبعة التجارية، مصر، 1967.
55- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993.
56- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
57- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.

58- معالي فهمي حيدر، نظم المعلومات مدخل لتحقيق الميزة التنافسية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
59- هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
60- يوسف محمود جربوع، سالم عبد الله حلس، المحاسبة الدولية "التطبيق العلمي لمعايير المحاسبة الدولية"، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2001.
61- يوسف محمود جربوع، سالم عبد الله حلس، المحاسبة الدولية مع التطبيق العملي لمعايير المحاسبة الدولية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2002.

الكتب باللغة الأجنبية:

62- A.Choinel et G. Rouyer, Les marchés financiers structures et acteurs, 2é me édition, Revue banque, Paris, 1997.
63- A.mimeche ; le modèle comptable de l’entreprise algérienne « passage aux normes ias/ifrs- PCN 1975/ Normes PCN », école insim, Alger, 2008.
64- André Kovacs, Comprendre la bource, Edition HOMMES ET TECHNIQUES, 1985.
65- Anne Emmanuelle et Dognon Remy, investir en bourse avec les clubs d’investissement, Edition DUNOD, Paris, 2001.
66- Azam bechkir et autrres, PCN : ETUDES DES COMPTES ET LEUR APPLICATION , edition page bleues, algerie,2004.
67- B.laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990.
68- Catherine Maillet , NORMES COMPTABLES INTERNATIONALES IAS/IFRS, Edition FOUCHER, VANVES , 2005 .
69- C.perochon, J.leurion, analyse comptable 'gestion prévisionnell', edition fourcher, paris, France, 2000.
70- Didier Vitrac, Tout savoir sur la bourse, Edition GUALINO, 2001.
71- F.Mechin / H. Puteaux : les normes IFRS et PME, edition DUNDO, paris, 2004.
72- G. Defosse et P. Balley,_La bourse des valeurs, que sais-je, 16éme édition, Edition Bouchène, Alger, 1993.
73- Haim.F et T.Ophir, Financial Accounting Standards Board, "Statement of Financial Accounting Standard No.96" Accounting for Income Taxes", FASB, 1987.
74- J.F. DES ROBERT, F.MECHIN , H.PUTEAUX, NORMES IFRS ET PME , ORDRE DES EXPERTS- COMPTABLES PARIS , ETIDION DUNOD, 2004 .
75- J. peyrard, La bourse, 3éme édition, Imprimerie hérissey a ayreux, Paris, 1993.

76- J. Teulie et topsa calian, Finance, Edition Vuibert, Paris.
77- Khabrabi med Zine, plan comptable national, editions berti, 5eme edition, alger, 2006.
78- Mohamed ben aibouche ; imitation a la nouvelle technique comptable, édition opu, Alger, 1992.
79- P.Conso, La gestion financière de l'entreprise, Tome 2, 2 ème édition, Edition Dunod, paris.
80- Stéphane Griffiths, gestion financiére, Edition chihab- eyrolles, ALGER, 1996.
81- Thietart, Raymond Alain, Le management , Edition PUF, Paris, 1980.
82- Topscalian, Les indices boursières sur action, Economica, Paris, 1999
83- Y. Simon, Encyclopédie de marchés financiers, tome 1, Economica, paris, 1997.

الأطروحات والرسائل الجامعية:

الأطرروحات:

-84 بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، السنة الدراسية 2006/2005.
-85 براق محمد، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999.

الرسائل:

-86 أسماء بلميهوب، العولمة المالية وآثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة، رسالة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، السنة الدراسية 2004/2003، .
-87 بن زاوي نسرين، آثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال –مع إشارة خاصة لحالة الجزائر-، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، السنة الدراسية 2007/2006.
-88 جمال الدين خاسف، استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية، رسالة لنيل درجة ماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، السنة الدراسية 2006/2005.

-89 رفيق شرياق، دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأي المال –حالة الجزائر-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة المجاستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، السنة الدراسية 2005/2004.

-90 سمير بوعياد، دراسة مقارنة بين المخطط المحاسبي القديم والجديد، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة مولود معمري تيزي وزو، السنة الدراسية 2009/2008.

-91 صبرينة شراقة، محاسبة التأمين كأداة لاتخاذ القرارات، رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2003/2002.

-92 عبد الرحمن العايب، نظم المعلومات المحاسبية، رسالة لنيل شهادة الماجستير، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، مارس1996.

-93 محمد سراي، التحليل المالي وترشيد المؤسسات الصناعية، رسالة نيل شهادة الماجستير، العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرعات عباس سطيف، 1995.

-94 مشري حسناء، دور وأهمية القوائم المالية في إتخاذ القرارات –دراسة ميدانية ببنك سوسيتي جينيرال الجزائر وكالة سطيف-، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، السنة الدراسية 2008/2007.

95- N-Bouraoui , **Nécessite d'une réforme Comptable en Algérie dans le Cadre du Passage de l'économie planifie à l'économie du marché**, Mémoire de Magister, ESC, Alger.

الملتقيات والندوات:

-96 الملتقى الجهوي، المعد من طرف المصف الجهوي للمحاسبين، حول الانتقال من المخطط الوطني المحاسبي إلى النظام المالي المحاسبي، 22-23 مارس 2009، فندق الهضاب، سطيف.

-97 حسن عطا غنيم، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005 المنظمة العربية لتنمية الإدارية.

-98 جلول بوبير، حول القوائم المالية المعدة من طرف المحاسبة في الجزائر، الملتقي الوطني للمهنيين المحاسبين، 24 -25 نوفمبر 2008، الأوراسي، الجزائر.

-99 مقابلة شخصية مع مجموعة من محافظي الحسابات بالشرق الجزائري، الإيجابيات التي لمسها المهنيون في النظام المالي المحاسبي، الطالب هو القائم بالمقابلة، مدن سطيف، قسنطينة، شهر جوان 2009.

100-Ziani Nacer-eddine , PRESENTATION SUCCINTE DU PROJET SCF SYSTEME COMPTABLE FINANCIER , 10-11 NOVEMBRE 2007 , annaba .

المجلات والمطبوعات:

1- المجلات:

101- لطيف زيود، حسان قيطيم، ط. نغم أحمد فؤاد مكية، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية- سلسة العلوم الاقتصادية والقانونية2007، المجلد (29) العدد (1) ، سورية.

102- شريف البارودي، تحليل الأساليب التأثير على النتائج والمراكز المالية وأثرها على جودة بالقوائم المالية مع دراسة اختباريه، مجلة الفكر المحاسبي، 2002، ماي، كلية التجارة – جامعة عين شمس، السنة السادسة، العدد رقم 1.

103- - فؤاد السيد المليجي، مدى كفاية الإفصاح المحاسبي في ضوء معايير المحاسبة المحلية والحوافز الضريبية من وجهة نظر الفاحص الضريبي مع دراسة تطبيقية على صناعة السياحة في مصر، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، 1998، المجلد رقم 35، العدد رقم1.

2- المطبوعات:

104- تقرير اللجنة الجزائرية المكلفة بإصلاح المخطط المحاسبي الوطني، مجلس المحاسبة، سنة 1999.

105- عرباوي محمد، محاضرة في النظام المالي المحاسبي، 25 ماي2009، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف.

106- حسان حضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، مارس 2004، العدد السابع والعشرون (27).

النصوص القانونية والجوائد الرسمية:

107- أمر رقم: 75-35 ، المتضمن المخطط الوطني للمحاسبة، الجريدة الرسمية، الجزائر، العدد 37، المؤرخ في: 1975/04/29، والصادرة بتاريخ: 1975/05/09.

108- القانون رقم 07-11، المتضمن النظام المحاسبي المالي، الجريدة الرسمية، الجزائر، العدد 74، المؤرخ في: 2007/11/25، الصادر في: 2007/11/25.

109- - القانون رقم: 07-12، المتضمن قانون المالية لسنة 2008، الجريدة الرسمية، الجزائر، العدد 82، المؤرخ في: 2007/12/30، الصادر في: 2007/12/31.

110- قرار مؤرخ في: 2008/07/26، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية، الجزائر، العدد 19، الصادرة يوم 2009/03/25.

مواقع الأنترنيت:

111- إبراهيم العرادي، الإفصاح يعزز الثقة في السوق ويساعد على اتخاذ القرار، صحيفة الوسط [على الخط] ، 2009، أوت، العدد : 2538 متاح على:
<http://www.alwasatnews.com/2538/news/read/304489/1.html>، تاريخ التحميل: 2009/01/25.

112- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، سوق دبي المالي ش.م.ع خيارك الأمثل، [على الخط]، متاح على:<www.dfm.com> ، تاريخ التحميل: 2009/12/30.

113- دبي، حكومة دبي تعلن عن إعادة هيكلة دبي العالمية، [على الخط]، متاح على: <http://www.eyeofdubai.com/v1/arabic/news/newsdetail-29346.htm>، تاريخ الإطلاع: 2009/01/25.

114- رحيم حسين معارج، نطاق الإفصاح، جريدة المدى العراقية، [على الخط]، متاح على:
www.almadapaper.net/paper.php?source=akbar&mlf=copy&sid=40041> ، تاريخ التحميل: 2009/03/18.

115- شفيق مصطفى، الإفصاح في التقارير المالية، [على الخط]، متاح على:
<www.ksau.info/vb/archive/index.php/t-7185.html >، تاريخ التحميل: 2009/03/23.

116- عبد الله زيد غالب ورحاب العتيبي، أزمة الديون في دبي.. من هي دبي العالمية؟، [على الخط]، السعودية، 2009، متاح على <http://argaam.com/Portal/Default.aspx>، تاريخ الإطلاع: 2009/01/10.

117- عصام زيدان، **إلى أين تتجه أزمة دبي العالمية؟**، رسالة الإسلام،[على الخط]،2009، ديسمبر، متاح على:
<http://www.islammessage.com/articles.aspx?cid=1&acid=123&aid=13170>، تاريخ الإطلاع: 2010/01/10.

-118 كمال إبراهيم علاونه، أزمة ديون إمارة دبي 2009الأسباب والتداعيات والحلول، دنيا الرأي، [على الخط]، 2009، ديسمبر، متاح على:
<http://pulpit.alwatanvoice.com/content-182427.html>، تاريخ الإطلاع: 2010/02/10.

-119 لورا تايسون، تدني الشفافية من أسباب الأزمة، صحيفة آرام [على الخط]، 2009، ديسمبر، متاح على: < www://aaram.net/website/69852news article..htm >، تاريخ التحميل: 2009/02/25.

-120 مأمون حمدان، مقدمة عن معايير المحاسبة الدولية، 2009/01/10، بيروت، لبنان، [على الخط]، متاح على:< www.jps-dir.com/Forum/forum_posts.asp>، تاريخ الإطلاع: 2009/03/22.

-121 مجلس الإدارة، التقرير السنوي 2008، سوق دبي المالي،[على الخط]، 2009، متاح على: <www.dfm.com>، تاريخ الإطلاع: 2009/12/21.

-122 محمد بن سلطان السهلي، مقال حول التحليل الأساسي،[على الخط]،متاح على: < www.ibtesama.com/vb/showthread-t-11117.html>، تاريخ التحميل: 2009/11/30.

-123 محمد نجيب حمد، دور الإفصاح المحاسبي وأهميته في ظل تطبيق معايير المحاسبة المصرية ومتطلبات القانون 91 لسنة 2005، [على الخط]، متاح على:
<www.acc4arab.com/acc/showthread.php?t=2646> تاريخ التحميل: 2009/03/12.

-124 ميرفي ترجمة: شيماء سليمان، التحليل الفني للأسواق المالية، [على الخط]،متاح على:< www.free.fr/livres-gratuits.htm>، تاريخ التحميل: 2009/04/26.

-125 هيئة الأوراق المالية والسلع، [على الخط]، متاح على:< http://sca-mo1.sca.ae/Arabic>، تاريخ الإطلاع: 2010/01/05.

-126 وزارة الإعلام للإمارات العربية المتحدة، قطاع الأخبار والبرامج السياسية، أزمة دبي ..الأسباب والتداعيات والانعكاسات، [على الخط]،متاح على <http://www.news.gov.kw/>، تاريخ الإطلاع: 2009/01/25.

-127 لم يتم ذكر الكاتب، "أزمة الديون" تهوي ببورصتي دبي وأبو ظبي، أخبار البشير،[على الخط]، 2009، متاح على:
< http://islamtoday.net/albasheer/index.htm >، تاريخ التحميل: 2009/02/25.

الملحق رقم (01): المخطط المحاسبي الوطني الجزائري

الصنف 01: أموال خاصة.

10 الأموال الجماعية.
11 الأموال الخاصة.
12 علاوات المساهمة.
13 حساب ارتباط بين الوحدات.
17 الصلة ما بين الوحدات.
18 نتائج رهن التخصيص.
19 مؤونة الخسائر والتكاليف.

الصنف 02: الاستثمارات.

20 المصاريف الإعدادية.
21 القيم المعنوية.
22 الأراضي.
24 تجهيزات الإنتاج.
25 تجهيزات الشركة.
28 تجهيزات قيد التنفيذ.
29 استهلاك الاستثمارات.

الصنف 03: المخزونات.

30 البضائع.
31 مواد ولوازم.
33 منتجات نصف مصنعة.
34 منتجات وأشغال قيد الإنجاز.
35 منتجات منجزة.
36 فضلات ومهملات.
37 المخزونات الموجودة في الخارج.
38 المشتريات.
39 مؤونات نقص المخزون.

الصنف 04: الذمم.

40 حسابات الخصوم المدينة.
42 ديون الاستثمار.
43 ديون المخزونات.
44 ديون الشركاء والشركات الحليفة.
45 سلفات على الحساب.
46 سلفات الاستغلال.
47 ديون على الزبائن.
48 أموال رهن الإشارة.
49 مؤونات نقص الحسابات المدينة.

الصنف 05: الديون.

50 حسابات الأصول الدائنة.
52 ديون الاستثمار.
53 ديون المخزونات.
54 مبالغ محتفظ بها في الحساب.
55 ديون تجاه شركاء والشركات الحليفة.
56 ديون الاستغلال.
57 سلفات تجارية.
58 ديون مالية.

الصنف 06: التكاليف.

60 بضائع مستهلكة.
61 مواد ولوازم مستهلكة.
62 خدمات.
63 مصاريف المستخدمين.
64 الضرائب والرسوم.
65 مصاريف مالية.
66 مصاريف مختلفة.
68 مخصصات الاستهلاك والمؤونات.
69 تكاليف خارج الاستغلال.

الصنف 07: المنتوجات.

70 مبيعات بضائع.
71 إنتاج مباع.
72 إنتاج مخزون.
73 إنتاج المؤسسة لحاجتها الخاصة.
74 أداءات متممة.
75 تحويل تكاليف الإنتاج.
77 منتجات مختلفة.
78 تحويل تكاليف الاستغلال.
79 تحويل منتجات خارج الاستغلال.

الصنف 08: النتائج.

80 الهامش الإجمالي.
81 القيمة المضافة.
83 نتيجة الاستغلال.
84 نتيجة خارج الاستغلال.
88 نتيجة السنة المالية.
89 تنازلات بين الوحدات.

الملحق رقم (02): شكل الميزانية المحاسبية وفق المخطط المحاسبي الوطني الجزائري لـ 1975.

ر.ح	الأصول	مبلغ الخام	الاهتلاكات والمؤونات	المبلغ الصافي	ر.ح	الخصوم	المبلغ
	الاستثمارات					**أموال خاصة**	
					10أو	رأس مال الشركة أو رأس	
20	مصاريف إعدادية				11	مال خاص	
21	القيم المعنوية				12	علاوات المساهمات	
22	أراضي				13	الاحتياطات	
24	تجهيزات الإنتاج				18	نتائج قيد التخصيص	
25	تجهيزات اجتماعية				19	مؤونات للخسائر والتكاليف	
28	استثمارات قيد الإنجاز						
	المجموع 2					**المجموع 1**	
	المخزونات					**الديون**	
30	بضاعة				52	ديون الاستثمار	
31	مواد ولوازم				53	ديون المخزونات	
33	منتجات نصف مصنعة				54	مبالغ محتفظ بها في الحساب	
34						ديون تجاه شركاء	
	منتجات وأشغال قيد التنفيذ				55	والشركات الحليفة	
35	منتجات منجزة				56	ديون الاستغلال	
36	فضلات ومهملات				57	سلفات تجارية	
	المخزونات الموجودة في						
37	الخارج				58	ديون مالية	
	المجموع 3				50	حسابات الأصول الدائنة	
	الذمم					**المجموع 5**	
42	ديون الاستثمار						
43	ديون المخزونات						
44	ديون الشركاء والشركات					نتيجة السنة المالية قبل	
	الحليفة				88	الضريبة	
45	سلفات على الحساب						
46	سلفات الاستغلال						
47	ديون على الزبائن						
48	نقديات						
40	خصوم مدينة						
	المجموع 4						
	المجموع العام					**المجموع العام**	

المصدر: أمر رقم: 75-35 ، **المتضمن المخطط الوطني للمحاسبة،** الجريدة الرسمية، الجزائر، العدد 37، المؤرخ في: 1975/04/29، والصادرة بتاريخ: 1975/05/09

الملحق رقم (03): شكل جدول حسابات النتائج وفق المخطط المحاسبي الوطني الجزائري لـ 1975

ر.ح	البيان	المدين	الدائن
70	مبيعات بضاعة		
60	بضاعة مستهلكة		
80	**الهامش الإجمالي**		
80	الهامش الإجمالي		
71	إنتاج مباع		
72	إنتاج مخزن		
73	إنتاج المؤسسة لذاتها		
74	خدمات مقدمة		
75	تحويل تكاليف الإنتاج		
61	مواد ولوازم		
62	خدمات مقدمة		
81	**القيمة المضافة**		
81	القيمة المضافة		
77	نواتج مالية		
78	نواتج مختلفة		
63	مصاريف المستخدمين		
64	ضرائب ورسوم		
65	مصاريف مالية		
66	مصاريف مختلفة		
68	مخصصات الاهتلاكات والمؤونات		
83	**نتيجة الاستغلال**		
79	نواتج خارج الاستغلال		
69	مصاريف خارج الاستغلال		
84	**نتيجة خارج الاستغلال**		
83	نتيجة الاستغلال		
84	نتيجة خارج الاستغلال		
880	**النتيجة الاجمالية**		
889	ضرائب على الأرباح		
88	**نتيجة صافية**		

المصدر أمر رقم: 75-35 ، **المتضمن المخطط الوطني للمحاسبة،** الجريدة الرسمية، الجزائر، العدد 37، المؤرخ في: 1975/04/29، والصادرة بتاريخ: 1975/05/09.

الملحق رقم (04): يبين شكل الميزانية وفق النظام المالي المحاسبي الجديد

الأصل	ملاحظة	N إجمالي	N اهتلاك رصيد	N صافي	N-1 صافي	الخصوم			
أصول جارية فارق بين الإقتناء –المنتود الإجابي أو السلبي استثمارات معنوية استثمارات عينية أراضي مبان استثمارات عينية أخرى استثمارات ممنوح امتيازها استثمارات مالية سندات موضوعة موضع معادلة مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحقة بها سندات أخرى مثبتة قروض وأصول مالية أخرى غير جارية ضرائب مؤجلة على الأصل						رؤوس الأموال الخاصة رأس مال تم إصداره رأس مال غير مستعان به علاوات واحتياطات –احتياطات مدمجة (1) فوارق إعادة التقييم فارق المعادلة (1) نتيجة صافية/ (نتيجة صافية حصة المجمع (1) رؤوس أموال خاصة أخرى/ ترحيل من جديد **حصة الشركة المدمجة (1)** **حصة ذوي الأقلية**			
مجموع الأصل غير الجاري						**المجموع 1**			
أصول جارية مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ حسابات داءنة واستخدامات مماثلة الزبائن المدينون الأخرون الضرائب وماشابهها حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة الموجودات وما شابهها الأموال الموظفة والأصول المالية الجارية الأخرى الخزينة **مجموع الأصول الجارية** **المجموع العام للأصول**						**الخصوم غير الجارية** قروض وديون مالية ضرائب (مؤجلة ومرصود لها) ديون أخرى غير جارية مؤونات ومنتجات ثابتو مسبقا **مجموع الخصوم غير الجارية (2)** **الخصوم الجارية** موردون وحسابات ملحقة ضرائب ديون أخرى خزينة سلبية **مجموع الخصوم الجارية (3)** **مجموع عام للخصوم**			

المصدر: القرار المؤرخ في: 2008/07/26، **الذي يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها**، الجريدة الرسمية، الجزائر، العدد رقم: 19، الصادرة في 25 /03/ 2009 .

الملحق رقم (05): يبين شكل جدول حساب النتائج حسب الطبيعة وفق النظام المالي المحاسبي الجديد

	ملاحظة	N	N-1
رقم الأعمال تغير مخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع الإنتاج المثبت إعانات الإستغلال			
1- إنتاج السنة المالية			
المشتريات المستهلكة الخدمات الخارجية والإستهلاكات الأخرى			
2- استهلاك السنة المالية			
3- القيمة المضافة للاستغلال (1-2)			
أعباء المستخدمين الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة			
4- الفائض الإجمالي عن الاستغلال			
المنتجات العملياتية الأخرى الأعباء العملياتية الأخرى المخصصات للاهتلاكات والمؤونات استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات			
5- النتيجة العملياتية			
المنتوجات المالية			
الأعباء المالية			
6- النتيجة المالية			
7- النتيجة العادية قبل الضرائب (5+6)			
الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية			
الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية			
مجموع منتجات الأنشطة العادية			
مجموع أعباء الأنشطة العادية			
8- النتيجة الصافية للأنشطة العادية			
العناصر غير العادية –المنتوجات (يطلب بيانها)			
العناصر غير العادية –الأعباء (يطلب بيانها)			
9- النتيجة غير العادية			
10- النتيجة الصافية للسنة المالية			
حصة الشركات الموضوعة موضع المعادلة في النتيجة الصافية			
11- النتيجة الصافية للمجموع المدمج (1)			
ومنها حصة ذوي الأقلية (1)			
حصة المجمع (1)			

(1) لا تستعمل إلا لتقديم الكشوف المالية المدمجة

المصدر: القرار المؤرخ في: 2008/07/26، مرجع سابق، الجريدة الرسمية، العدد رقم: 19.

الملحق رقم (06): يبين شكل جدول حساب النتائج حسب الوظيفة وفق النظام المالي المحاسبي الجديد

	ملاحظة	N	N-1
رقم الأعمال كلفة المبيعات هامش الربح الإجمالي منتجات أخرى عملياتية التكاليف التجارية الأعباء الإدارية أعباء أخرى عملياتية النتيجة العملياتية تقديم تفاصيل الأعباء حسب الطبيعة (مصاريف المستخدمين المخصصات للاهتلاك) منتجات مالية الأعباء المالية النتيجة العادية قبل الضريبة الضرائب الواجبة على النتائج العادية الضرائب المؤجلة على النتائج العادية (التغيرا) النتيجة الصافية للأنشطة العادية الأعباء غير العادية المنتوجات غير العادية النتيجة الصافية للسنة المالية حصة الشركات الوضوعة موضع المعادلة في النتائج الصافية (1) النتيجة الصافية للمجموع المدمج (1) منها حصة ذوي الأقلية (1) حصة المجمع (1)			

(1) لا يستعمل إلا لتقديم الكشوف المالية المدمجة.

المصدر: القرار المؤرخ في: 2008/07/26، مرجع سابق، الجريدة الرسمية، العدد رقم: 19.

الملحق رقم (07): يبين شكل جدول سيولة الخزينة (الطريقة المباشرة) وفق النظام المالي المحاسبي الجديد

	ملاحظة	السنة المالية N	السنة المالية N-1
تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة العملياتية			
التحصيلات المقبوضة من عند الزبائن			
المبالغ المدفوعة للموردين والمستخدمين			
الفوائد والمصاريف المالية الأخرى المدفوعة			
الضرائب عن النتائج المدفوعة			
تدفقات أموال الخزينة قبل العناصر غير العادية			
تدفقات أموال الخزينة المرتبطة بالعناصر غير العادية (يجب توضيحها)			
صافي تدفقات أموال الخزينة المتاتية من الأنشطة العملياتية (أ)			
تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار			
المحسوبات عن اقتناء تثبيتات عينية أو معنوية			
التحصيلات عن عمليات التنازل عن تثبيتات عينية أو معنوية			
المحسوبات عن اقتناء تثبيتات مالية			
التحصيلات عن عمليات التنازل عن تثبيتات مالية			
الفوائد التي تم تحصيلها عن التوظيفات المالية			
الحصص والأقساط المقبوضة من النتائج المستلمة			
صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار (ب)			
تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل			
التحصيلات في أعقاب إصدار أسهم			
الحصص وغيرها من التوزيعات التي تم القيام بها			
التحصيلات المتأتية من القروض			
تسديدات القروض أو الديون الأخرى المماثلة			
صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل (جـ)			
تأثيرات تغيرات سعر الصرف على السيولات وشبه السيولات			
تغير أموال الخزينة في الفترة (أ+ب+جـ)			
أموال الخزينة ومعادلاتها عند افتتاح السنة المالية			
أموال الخزينة ومعادلاتها عند إقفال السنة المالية			
تغير أموال الخزينة خلال الفترة			
المقاربة مع النتيجة المحاسبية			

المصدر: القرار المؤرخ في: 2008/07/26، مرجع سابق، الجريدة الرسمية، العدد رقم: 19.

الملحق رقم (08): يبين شكل جدول سيولة الخزينة (الطريقة غير المباشرة) وفق النظام المالي المحاسبي الجديد

	ملاحظة	السنة المالية N	السنة المالية N-1
تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة العملياتية صافي نتيجة السنة المالية تصحيحات من أجل: - الاهتلاكات والأرصدة - تغير الضرائب المؤجلة - تغير المخزونات - تغير الزبائن والحسابات الدائنة الأخرى - تغير الموردين والديون الأخرى - نقص أو زيادة قيمة التنازل الصافية من الضرائب تدفقات الخزينة الناجمة عن النشاط (أ)			
تدفقات أموال الخزينة المتأتية من عمليات الاستثمار			
محسوبات عن اقتناء تثبيتات تحصيلات التنازل عن تثبيتات تأثير تغيرات محيط الإدماج (1) تدفقات أموال الخزينة المرتبطة بعمليات الاستثمار (ب)			
تدفقات أموال الخزينة المتأتية من عمليات التمويل			
الحصص المدفوعة للمساهمين زيادة رأس المال النقدي (المنقودات) إصدار قروض تسديد قروض **تدفقات أموال الخزينة المرتبطة بعمليات التمويل (جـ)**			
تغير أموال الخزينة للفترة (أ+ب+جـ)			
أموال الخزينة عند الإفتتاح أموال الخزينة عند الإقفال تأثير تغيرات سعر العملات الأجنبية (1) تغير أموال الخزينة			

(1) لا تستعمل إلا في تقديم الكشوف المالية المدمجة

المصدر: القرار المؤرخ في: 2008/07/26، مرجع سابق، الجريدة الرسمية، العدد رقم: 19

الملحق رقم (09): يبين شكل جدول تغير الأموال الخاصة وفق النظام المالي المحاسبي الجديد

	ملاحظة	رأسمال الشركة	علاوة الإصدار	فارق التقييم	فرق إعادة التقييم	الاحتياطات والنتيجة
الرصيد في 31 ديسمبر N-2						
تغيير الطريقة المحاسبية تصحيح الأخطاء الهامة إعادة تقييم التثبيتات الأرباح أو الخسائر غير المدرجة في الحسابات في حساب النتائج الحصص المدفوعة زيادة رأس المال صافي نتيجة السنة المالية						
الرصيد في 31 ديسمبر N-1						
تغيير الطريقة المحاسبية تصحيح الأخطاء الهامة إعادة تقييم التثبيتات الأرباح أو الخسائر غير المدرجة في الحسابات قي حساب النتائج الحصص المدفوعة زيادة رأس المال صافي نتيجة السنة المالية						
الرصيد في 31 ديسمبر N						

المصدر: القرار المؤرخ في: 2008/07/26، مرجع سابق، الجريدة الرسمية، العدد رقم: 19.

الملحق رقم (10): معلومات حول البنوك المدرجة في سوق دبي المالي

الرقم العالمي لتعريفة الورقة	الاسم	تاريخ التأسيس	العنوان	تاريخ الإدراج	رأس المال المصرح به	الأسهم المصدرة	القيمة الاسمية للسهم
AE000A0M6531	الإمارات دبي الوطني	07/07/16	ص.ب 2923، دبي	07/10/16	4,341,359,292.00 AED	5,052,522,477.00	1.00 AED
AE000A0CAQH1	بنك دبي التجاري	69/07/03	ص ب : 2668 دبي	03/04/01	1,129,476,420.00 درهم	1,411,845,525.00	1.00 درهم
SD000A0JC6U1	السلام سودان	05/05/25	السودان	08/01/05	367,200,000.00درهم إماراتي	100,000,000.00	3.67 درهم
AE000A0CAQG3	أملاك للتمويل	00/11/11	ص.ب : 2441 دبي	04/03/21	1,500,000,000.00 درهم	1,500,000,000.00	1.00 درهم
AE0005802550	بنك دبي الإسلامي	75/03/12	ص.ب : 1080 دبي	00/03/26	3,445,400,000.00 درهم	3,445,400,000.00	1.00 درهم
AE0005802592	بنك المشرق	67/01/01	ص ب : 1250 دبي	00/04/01	1,500,000,000.00 درهم	146,386,994.00	10.00 درهم
BH000A0CAQK6	بيت التمويل الخليجي	99/11/06	بيت التمويل الخليجي ش.م.ب برج السلام – المنطقة الدبلوماسية – ص.ب. 10006 المنامة، البحرين	06/05/14	721,803,457.00دولار امريكي	793,983,803.00	1.25 دولار امريكي
AE000A0KFPL7	تمويل	00/11/01	ص.ب :111555، دبي	06/07/10	1,000,000,000.00 درهم اماراتي	1,000,000,000.00	1.00 درهم اماراتي
AE000A0F6D96	مصرف الإمارات الإسلامي	75/10/04	ص.ب: 6564، دبي،	05/05/21	747,500,000.00درهم	934,375,000.00	1.00 درهم
BH000A0J2481	مصرف السلام - البحرين	06/01/19	مبنى 22، طريق 58، مجمع 436، منطقة السيف ص.ب. 18282 المنامة مملكة البحرين	08/03/26	120,000,000.00 البحرين	1,200,000,000.00	0.10 البحرين
AE000A0Q5J98	مصرف عجمان	08/05/01	ص.ب. 7770منطقة عجمان الحرّة عجمان.	08/07/22	1,000,000,000.00 درهم إماراتي	1,000,000,000.00	1.00 درهم إماراتي
AE000A0F6D70	بنك الإمارات للاستثمار	76/11/01	ص.ب : 5503 دبي	05/04/10	80,000,000.00درهم	449,376.00	100.00 درهم

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالرجوع إلى مواقع البنوك

الملحق رقم (11): معلومات حول الشركات الناشطة في قطاع الاستثمار والخدمات المالية

الرقم العالمي لتعريفة الورقة	الاسم	تاريخ التأسيس	العنوان	تاريخ الإدراج	رأس المال المصرح به	الأسهم المصدرة	القيمة الاسمية للسهم
AE000A0Q57Q8	شركة الفردوس القابضة ش.م.ع	1998/01/01	مركز البخيت، الخبيصي، ص.ب: 25233 دبي	2007/11/05	600,000,000.00 درهم	600,000,000.00	1.00 درهم
N/A	الشركة المدينة للتمويل و الاستثمار ش.م.ك. مقفلة	1980/09/01	مدينة الكويت - المرقاب - شارع السور - برج جاسم العصفور - الميزانين	2007/09/11	37,930,875.00 KD	379,308,750.00	0.10 KD
KW0EQ0200802	شركة بيان للاستثمار	1997/07/21	ص.ب : 104 الدسمة 35151 – دولة الكويت	2006/12/19	332,062,200.00 دينار كويتي	400,517,187.00	0.10 دينار كويتي
AE000A0MNV19	سوق دبي المالي (ش.م.ع).	2007/02/06	دبي، شارع الشيخ زايد، مبنى المركز التجاري العالمي. ص.ب: 9700 دبي	2007/03/07	8,000,000,000.00 درهم إماراتي	8,000,000,000.00	1.00 درهم إماراتي
AE0005802543	دبي للاستثمار	1995/07/16	ص ب : 28171 دبي – الإمارات العربية المتحدة	2000/03/26	2,574,000,000.00 درهم	3,331,614,000.00	1.00 درهم
KW0EQ0201974	اكتتاب القابضة	1999/09/13	المرقاب-شارع السور-برج جاسم العصفور-الدور19- ص.ب:9972 الصفاة 82031 الكويت	2008/05/29	47,000,000.00 K.D	470,000,000.00	0.10 K.D
AE000A0CAQJ7	الخليجية للاستثمارات العامة	1973/07/23	ص ب : 22588 دبي – الإمارات العربية المتحدة	2004/04/22	1,080,000,000.00 درهم	1,080,000,000.00	1.00 درهم
AE000A0ES6F8	بيت الاستثمار العالمي-جلوبل	2006/02/28	ص.ب: 28807 الصفاة 13149، الكويت	2005/09/19	136,891,730.00 دينار كويتي	1,312,426,853.00	1.00 دينار كويتي
KW0EQ0601827	الشركة الخليجية للاستثمار البترولي	1998/03/28	ص.ب: 14214 الفيحاء 72853 دولة الكويت	2007/09/10	146,400,000.00 دينار كويتي	234,240,000.00	0.10 دينار كويتي
KW0EQ0200265	الاستشارات المالية الدولية	1974/01/31	مجمع الصالحية، ص.ب : 4694 الصفاة – 13047 الصفاة الكويت	2005/09/10	300,000,000.00 دينار كويتي	720,000,000.00	0.10 دينار كويتي
KW0EQ0200380	المجموعة الدولية للاستثمار	1987/08/01	ص.ب : 29448 الصفاة 13155 – دولة الكويت	2007/09/09	365,362,280.00 دينار كويتي	456,703,500.00	0.10 دينار كويتي
N/A	الشركة الكويتية للتمويل و الاستثمار	2007/03/27	ص.ب : 21521 - الصفاة / 13037 – دولة الكويت	2008/08/03	41,930,970.00 KD	419,309,700.00	0.10 KD
N/A	الوطنية الدولية القابضة	1979/01/14	الكويت – المرقاب – شارع الشهداء – مبنى غرفة تجارة وصناعة الكويت – الدور الرابع-	2008/10/27	21,262,500.00 دينار كويتي	212,625,000.00	0.10 دينار كويتي
AE0005802527	شعاع كابيتال	1979/04/25	ص ب : 31045 دبي – الإمارات العربية المتحدة	2000/04/08	1,065,000,000.00 درهم	1,065,000,000.00	1.00 درهم

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالرجوع إلى مواقع الشركات

الملحق رقم(12): معلومات حول الشركات الناشطة في قطاع التأمين

الرقم العالمي لتعريفة الورقة	الاسم	تاريخ التأسيس	العنوان	تاريخ الإدراج	رأس المال المصرح به	الأسهم المصدرة	القيمة الاسمية للسهم
AE000A0F6D39	شركة اللاينس للتامين ش م ع	1975/07/01	ص.ب: 5501، دبي	2005/07/05	50,000,000.00 درهم	750,000.00	100.00 درهم
AE000A0M6VQ2	دبي الإسلامية للتأمين	2003/03/15	ص.ب : 157 دبي	2004/07/19	200,000,000.00 درهم	200,000,000.00	1.00 درهم
AE000A0LGT47	المشرق العربي للتأمين ش.م.ع	1980/07/22	ًص.ب: 27966 جناح رقم 24 /الطابق الثالث بناية العبار /دبي	2006/10/05	150,000,000.00 درهم إماراتي	2,500,000.00	100.00 درهم إماراتي
0384572063	العربية للتأمين (أريج)	1980/08/19	ص.ب : 26992 المنامة ، مملكة البحرين	2004/09/09	500,000,000.00 دولار أمريكي	220,000,000.00	1.00 دولار أمريكي
AE000A0F6D62	العربية الاسكندنافية للتامين	1978/01/01	ص.ب: 1993، دبي	2008/07/13	140,000,000.00 درهم	140,000,000.00	1.00 درهم
AE000A0ES5Z8	شركة الصقر للتأمين	1979/12/25	شارع القرهود-ديرة ص.ب: 14614، دبي	2005/12/05	150,000,000.00 درهم	200,000,000.00	1.00 درهم
N/A	دار التكافل	2008/08/04	ص.ب: 235353 دبي	2008/08/04	100,000,000.00 درهم	100,000,000.00	1.00 درهم
AE0005802535	دبي للتأمين	1997/07/10	دبي – ديرة – شارع الرقة – بناية دبي للتأمين – الطابق الأول، ص.ب: 3027 ، دبي	2000/08/05	75,000,000.00 درهم	9,997,500.00	10.00 درهم
AE0005802568	دبي الوطنية للتأمين	1992/01/06	مقابل سيتي سنتر ديرة، الدورين السابع والتاسع. ص ب 1806 : دبي	2000/03/26	100,000,000.00 درهم	100,000,000.00	1.00 درهم
AE0001651233	الوطنية للتأمينات العامه	1980/11/19	ص.ب. 154 , دبي	2002/11/11	121,716,000.00 درهم	121,716,000.00	1.00 درهم
AE000A0KFPM5	عمان للتأمين	1975/11/01	ص ب : 5209 دبي	2004/10/02	282,750,000.00 درهم	381,712,500.00	1.00 درهم
AE000A0F6L96	الإسلامية العربية للتأمين	1979/04/29	ص. ب. 10214 ، دبي	2005/09/17	1,100,000,000.00 درهم	1,100,000,000.00	1.00 درهم
N/A	تكافل الإمارات	2008/05/18	ص.ب:64341 دبي	2008/07/20	150,000,000.00 درهم	150,000,000.00	1.00 درهم

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالرجوع إلى مواقع الشركات

الملحق رقم (13): معلومات حول الشركات الناشطة في قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية

الرقم العالمي لتعريفة الورقة	الاسم	تاريخ التأسيس	العنوان	تاريخ الإدراج	رأس المال المصرح به	الأسهم المصدرة	القيمة الاسمية للسهم
AE000A0LGT62	العربية للصناعات الثقيلة	1975/06/30	ص.ب: 529 عجمان – الإمارات العربية المتحدة	2006/12/27	67,225,900.00 درهم إماراتي	672,259.00	100.00 درهم إماراتي
AE000A0F6D88	أرابتك القابضة ش.م.ع .	2004/11/29	ص.ب : 72122 دبي	2005/01/04	1,196,000,000.00 درهم	1,196,000,000.00	1.00 درهم
AE000A0MNV35	شركة دبي	1975/07/25	مكتب رقم 102، بناية الملا ،	2007/03/05	10,000,000.00	10,000,000.00	100.00

	للتطوير		شارع بني ياس ، ديرة ، ص.ب. 59 - دبي		درهم إماراتي		درهم إماراتي
AE000A0MXQA7	شركة ديار للتطوير ش.م.ع.	2001/01/06	ص.ب: 30833 دبي	2007/09/05	5,778,000,000.00 درهم إماراتي	5,778,000,000.00	1.00 درهم إماراتي
AE000A0RGN21	دريك أند سكل إنترناشيونال	2008/11/16	دبي إنفستمنت بارك ص.ب: 65794 دبي_	2009/03/16	2,177,778,000.00 درهم إماراتي	2,177,778,000.00	1.00 درهم إماراتي
AE0005802576	إعمار العقارية	1997/06/23	ص.ب : 9440 دبي	2000/03/26	6,096,325,000.00 درهم	6,096,325,000.00	1.00 درهم
KW0EQ0401905	شركة المشروعات الكبرى العقارية (ش.م.ك.م)	1989/06/20	مدينة الكويت - منطقة القبلة - شارع فهد السالم – برج حمود – الدور الثامن– ص.ب. 2734 - الصفاة – الرم	2006/07/12	د363,841,295.00 ينار كويتي	454,801,619.00	0.10 دينار كويتي
KW0EQ0401764	شركة المزايا القابضة	1998/11/07	الكويت: مجمع الصالحية , مدخل (1) , الدور (4) صندوق البريد: 3546 الصفاة 13036 الكويت.	2006/02/20	315,891,500.00 دينار كويتي	379,069,800.00	0.10 دينار كويتي
KW0EQ0400634	الشركة الوطنية العقارية	1973/07/17	ميناء الشويخ – البوابة الرئيسية رقم 1 – شارع جمال عبد الناصر ص.ب: 22644 الصفاة – 13087 دولة الكو	2006/02/21	740,177,329.00 دينار كويتي	814,195,063.00	0.10 دينار كويتي
N/AV	مجمعات الأسواق التجارية الكويتية	1982/02/09	ص.ب : 23541 الصفاة 13096 – دولة الكويت	2006/12/20	233,936,063.00 دينار كويتي	200,027,091.00	0.10 دينار كويتي
AE0005802626	الاتحاد العقارية	1993/10/28	ص ب : 23649 دبي	2000/03/26	2,782,526,019.00 درهم	3,060,778,621.00	1.00 درهم

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالرجوع إلى مواقع الشركات

الملحق رقم (14): معلومات حول الشركات الناشطة في قطاع النقل

الرقم العالمي لتعريفة الورقة	الاسم	تاريخ التأسيس	العنوان	تاريخ الإدراج	رأس المال المصرح به	الأسهم المصدرة	القيمة الاسمية للسهم
KW0EQ0601041	شركة أجيليتي	1979/05/21	ص ب 25418 الصفاة 13115 الكويت الصليبية	2006/04/15	951,669,735.00 دينار كويتي	1,046,836,709.00	0.10 دينار كويتي
AE000A0MX9U4	العربية للطيران ش.م.ع .	2003/03/03	ص.ب. 132 الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة	2007/07/17	4,666,700,000.00 درهم إماراتي	4,666,700,000.00	1.00 درهم إماراتي
AE000A0F6D54	شركة أرامكس	2005/06/15	ص.ب: 95946 دبي - الامارات العربية المتحدة برج مركز الاعمال، A2302، مدينة الاعلام	2005/07/13	1,331,000,000.00 درهم	1,210,000,000.00	1.00 درهم
AE000A0MNV27	الخليج للملاحة القابضة	2006/10/15	أبراج بحيرات الجميرا- برج سبا1 - الطابق32 ص.ب:49651 دبي	2007/02/07	1,655,000,000.00 درهم إماراتي	1,655,000,000.00	1.00 درهم إماراتي

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالرجوع إلى مواقع الشركات

الملحق رقم (15): معلومات حول الشركات الناشطة في قطاع المواد

الرقم العالمي لتعريفة الورقة	الاسم	تاريخ التأسيس	العنوان	تاريخ الإدراج	رأس المال المصرح به	الأسهم المصدرة	القيمة الاسمية للسهم
KW0EQ0500953	شركة أسيكو للصناعات (ش.م.ك.مقفلة)	1990/06/02	ص.ب : 24079 الصفاة 13101 – دولة الكويت	2006/10/04	20,467,873,800.00 دينار كويتي	204,678,738.00	0.10 دينار كويتي
N/A	الجزيرة للمنتجات الحديدية	1997/03/18	ص.ب: 40، الرمز البريدي: 327 منطقة صحار الصناعية سلطنة عمان	2008/12/18	15,000,000.00 ريال عماني	124,898,000.00	0.10 ريال عماني
AE000A0ES5Y1	شركة الإسمنت الوطنية	1968/04/10	دبي، شارع الشيخ زايد – القوز الصناعية	2005/11/20	276,000,000.00 درهم	358,800,000.00	1.00 درهم
2333	مجموعة الصناعات الوطنية القابضة	2006/01/20	الشويخ ، تقاطع طريق الجهراء – مقابل جسر كيفان الكويت	2006/06/21	1,177,361,971.00 د.ك	1,589,438,661.00	0.10د.ك

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالرجوع إلى مواقع الشركات

الملحق رقم (16): معلومات حول الشركات الناشطة في قطاع السلع الاستهلاكية

الرقم العالمي لتعريفة الورقة	الاسم	تاريخ التأسيس	العنوان	تاريخ الإدراج	رأس المال المصرح به	الأسهم المصدرة	القيمة الاسمية للسهم
AE000A0LGT70	دبي للمرطبات	1959/01/01	ص.ب: 420 دبي	2007/01/08	50,000,000.00 درهم إماراتي	60,000,000.00	1.00 درهم إماراتي
AE000A0NFJ63	شركة غلفا للمياه المعدنية والصناعات التحويلية	1977/03/28	ص . ب 929 عجمان، دولة الامارات العربية المتحدة	2007/04/17	40,000,000.00 درهم	25,000,000.00	1.00 درهم
AE000A0F6D47	جيما للمياه المعدنية	1980/01/01	ص.ب: 5567، دبي	2005/08/01	30,000,000.00 درهم	30,000,000.00	1.00 درهم
AE000A0LBP04	شركة الأغذية المتحدة	1976/11/04	ص.ب: 5836 دبي	2006/07/30	25,000,000.00 درهم إماراتي	25,000,000.00	1.00 درهم إماراتي
AE000A0LGT54	شركة كابيارا المتحدة للألبان	1977/04/11	شارع الشيخ زايد - منطقة القوز - دبي	2006/10/31	25,000,000.00 AED	250,000.00	100.00 AED

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالرجوع إلى مواقع الشركات

الملحق رقم (17): معلومات حول الشركات الناشطة في قطاع الاتصالات

الرقم العالمي لتعريفة الورقة	الاسم	تاريخ التأسيس	العنوان	تاريخ الإدراج	رأس المال المصرح به	الأسهم المصدرة	القيمة الاسمية للسهم
AE000A0JLXY4	الإمارات للاتصالات المتكاملة	2005/12/28	ص ب 502666 دبي	2006/04/22	4,000,000,000.00 درهم	4,000,000,000.00	1.00 درهم إماراتي
N/A	هيتس تيليكوم	1999/05/22	المرقاب – شارع السور – برج جاسم العصفور	2009/12/23	80,700,000.00 K.D	720,916,900.00	100.00 K.D

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالرجوع إلى مواقع الشركات

الملحق رقم (18): معلومات حول الشركات الناشطة في قطاع المرافق العمومية

الرقم العالمي لتعريفة الورقة	الاسم	تاريخ التأسيس	العنوان	تاريخ الإدراج	رأس المال المصرح به	الأسهم المصدرة	القيمة الاسمية للسهم
AE0005802600	الوطنية للتبريد (تبريد)	1998/05/10	ص.ب : 29478 ابوظبي ، الإمارات العربية المتحدة	2000/07/04	1,134,000,000.00 درهم	1,213,380,000.00	1.00 درهم

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالرجوع إلى مواقع الشركات

الملحق رقم (19): يعرض صناديق الاستثمار النشطة بالسوق

الرقم	اسم الصندوق	تاريخ التأسيس	تاريخ الإدراج	القيمة الاسمية
1	صندوق المال للأسهم الإماراتية	2006/04/05	2006/10/23	1 درهم
2	صندوق الضمان للأسهم (تم استحقاقه)	2001/05/07	2001/12/13	1 درهم
3	صندوق الإمارات الرائد	1997/07/01	2001/12/27	25000 درهم
4	صندوق إي أف جي هيرمس تيليكوم	2000/01/27	2003/09/17	10000دولار
5	صندوق مكاسب الإمارات للأسهم	2005/02/08	2005/04/04	10000 دولار
6	صندوق إي أف جي هيرمس الشرق الأوسط وأفريقيا النامية	1998/06/30	2003/05/01	10000 دولار
7	صندوق مينا من بنك دبي الوطني	2005/11/17	2006/03/26	1 درهم
8	صندوق الخليج المتوازن من بنك دبي الوطني	2004/10/09	2005/02/22	10000 درهم

9	صندوق جيتواي للأسهم السعودية	2007/02/27	2008/10/14	125198176.76 ريال
10	صندوق البوابة العربية	1999/12/17	2004/04/14	100000دولار
11	صندوق جيتواي للأسهم الإماراتية	2002/04/17	2004/04/17	200000 درهم
12	صندوق بنك أبو ظبي للعوائد في الإمارات	2004/01/29	2007/10/04	1 درهم
13	صندوق بنك أبو ظبي لتنمية الأموال	2000/10/31	2001/08/18	10000 درهم
14	صندوق بنك أبو ظبي للاستثمار الإسلامي في الإمارات	2004/12/14	2007/10/04	1 درهم
15	صندوق بنك أبو ظبي لمتاجرة الأموال في الإمارات	2003/12/29	2007/10/04	1 درهم

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالرجوع إلى مواقع الشركات

ملخص:

إن الهدف من هذا البحث هو دراسة تأثير الإفصاح المحاسبي على قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية، ومدى مساعدة المعلومات المفصح عنها على ترشيد القرارات.
قسم البحث إلى جزئين: جزأ نظري خصص لعرض مختلف المفاهيم الخاصة بالبحث. وجزأ تطبيقي تناول الدراسة الميدانية للبحث على سوق دبي المالي.
تمثلت أهم النتائج المتوصل إليها إلى أن القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية تتأثر بشكل كبير بالمعلومات المحاسبية المفصح عنها من طرف المؤسسات المدرجة في السوق.
وعليه، عملت الجزائر لتوفير المناخ المناسب والأدوات اللازمة لتحقيق الإفصاح المطلوب من طرف المستثمرين قصد تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر.
الكلمات المفتاحية: الإفصاح المحاسبي، المعايير المحاسبية الدولية، سوق الأوراق المالية، التحليل الفني والتحليل الأساسي، سوق دبي المالي، القرارات الاستثمارية.

Summary :

The object of this survey is to study the influence of declaring accountancy on investor's decisions in paper money market and how much is important the help of giving information about it on rationalizing decisions.
The survey is divided into two parts:
A theoretic one consecrated to the presentation of the different notions concerning the survey and a practical one dealing with the field study of the survey on Dubai Financial Market.
The most important results which we came to showed that investing decisions on bank notes is greatly influenced by the accountancy information declared by the firms registered in the market.
Consequently, the algerian government has worked on giving the best atmosphere and the necessary tools to expose clearly accountancy which the investors asked for in order to activate and stimulate the bank notes market.
Key words :
-Declaring accountancy. International accountancy standards. The financial paper market. The technical analysis-The basic analysis. Dubai financial market. investing decisions.